



INSTITUTO SUPERIOR DE GESTÃO
Departamento de Gestão

A imprecisão e incerteza no processo de avaliação de empresas –
estudo de caso: grupo de educação ETIC

NUNO FILIPE HENRIQUES CARLOS CORDEIRO BENTO

Dissertação apresentada no Instituto Superior de Gestão
para obtenção do Grau de Mestre em Gestão

Orientadora: Professora Doutora Sacramento Costa

LISBOA
2013

Dedicatória

Para o meu Amor, Mafalda
Para a menina mais Linda, Maria
Para o menino mais Lindo, Kiko
Para o meu Pai, pelo que fez por nós
Para a minha Mãe, pelo que faz por nós

Agradecimentos

A tese é o resultado de uma constante insatisfação do saber. Como diz o povo o saber não ocupa lugar. Foram dois anos de dedicação e de construção de caminhos.

Agradeço a todos os professores do primeiro ano, em especial à Professora Doutora Sacramento Costa, que me orientou e que sempre me indicou qual o caminho a seguir.

Um agradecimento especial a todos os que se sujeitaram ao processo de entrevistas, e me possibilitaram a recolha de dados da minha investigação.

Uma palavra de apreço aos especialistas financeiros, pelo apoio que me deram e pela disponibilização de ferramentas de trabalho sem as quais não conseguiria ter ultrapassado a fase da replicação de avaliações.

Um abraço para os amigos que criei nesta nova etapa da minha vida, António e Marco, bem como aos restantes elementos da turma.

Um beijo muito grande para a minha Diretora, que além de uma grande Mãe, também permitiu que se apostasse na construção de “Skils”, fortificando assim ferramentas que serão fundamentais para o nosso projeto de educação.

Um agradecimento também muito especial, para ti meu amor, que além do incentivo que me dás diariamente, conseguiste suportar toda a vida familiar para que eu conseguisse atingir este fim.

Por último mas mais importantes aos meus meninos mais lindos, Maria e Kiko, que são a maior preciosidade da minha vida.

Resumo

O valor de uma empresa é determinado mediante a avaliação dos seus ativos. Conhecer este valor e o que o determina são os pré-requisitos para uma decisão inteligente. O presente estudo pretende delinear como é elaborado um processo de avaliação, bem como investigar como, partindo dos mesmos dados contabilísticos e utilizando o mesmo método de avaliação, um grupo de educação constituído por quatro escolas pode apresentar três valores de mercado completamente distintos.

Da presente investigação resulta que é possível que não existam erros nas três avaliações uma vez que o método utilizado tem como sustentação a criação de cenários económicos futuros para a empresa e, como tal, é facilmente influenciável quer por fatores diretos da avaliação, quer por fatores externos que podem levar o avaliador por caminhos distintos.

Assim, podemos afirmar que poderão contribuir para resultados completamente diferentes entre equipas de avaliação, as incertezas e imprecisões verificadas no método de avaliação a aplicar na estrutura e funcionamento da empresa, assim como os fatores macroeconómicos.

Palavras-chave: Calculo Financeiro | Discount Cash Flow | Estratégia | Economia | Avaliações.

Abstract

The value of a company is determined by evaluation of its assets. Knowing this value determines which the prerequisites for an intelligent decision are. This study aims to delineate how prepared an evaluation process and show as well the possibility that with the same data using the same accounting and valuation method, a group of education consisting of four schools have three completely distinct values.

The results of this research show that it is possible that there are no errors in the three assessments. However, since the method used in the evaluations is a method that is supported in the creation of future economic scenarios for the company, it is easily influenced by factors both direct assessment or by external factors that can lead evaluator for the different paths.

Thus, we can say that the uncertainties and inaccuracies detected in the evaluation method to be applied in the structure and operation of the company, as well as macroeconomic factors, may contribute to completely different results between assessment teams.

Keywords: Financial Calculations | Discount Cash Flow | Strategy | Economy | Reviews.

Índice Geral

Dedicatória.....	ii
Agradecimentos	iii
Resumo	iv
Abstract.....	iv
Índice de conteúdos	v
Lista de Figuras	viii
Lista de Quadros	ix
Lista de Abreviaturas.....	x
 Introdução	 1
 1– Enquadramento Teórico	 3
1.1 – Avaliação de empresas	3
O porquê de uma avaliação de empresas	3
Fases do Processo de Avaliação de uma empresa.	5
Motivos de Avaliação Pontual de Empresas	7
Os Principais métodos de avaliação de empresas.....	8
Método de fluxo de caixa descontado (DCF)	14
1.2 – Resultados diferentes na avaliação de uma empresa.....	18
Causas possíveis para resultados diferentes tendo por base os mesmos elementos contabilísticos	18
Valor primeiro, avaliação depois: o nosso sentimento na avaliação (enquanto avaliadores).....	18
Fontes do sentimento no processo de avaliação	18
Manifestação do sentimento	18
O que fazer para o avaliador evitar o sentimento	19
É apenas uma estimativa: imprecisão e incerteza na avaliação	19
Fontes de incertezas	19
 2 - Metodologia	 20
2.1 – Objetivos e hipóteses de investigação	20
2.2 – Modelo de Investigação	21
Observação Participativa	22
Análise Documental.....	22
Replicação das Avaliações	23

Comparação das três avaliações	23
Entrevistas.....	23
3 - Apresentação e discussão dos Resultados.....	25
3.1 – Descrição do grupo empresarial do caso de estudo.....	25
Grupo ETIC - caracterização	25
ETIC – Escola Técnica de Imagem e Comunicação.....	26
EPI – Escola Profissional de Imagem.....	26
O CITE / IPA – Instituto Superior Autónomo de Estudos Politécnicos.....	27
O Colégio Cesário Verde	27
A empresa Loucarte	28
3.2. – Replicação do estudo das avaliações	28
Pressupostos Macroeconómicos	28
Colaboradores	30
Síntese da avaliação da ETIC	31
Síntese da avaliação do IPA	33
Síntese da avaliação Colégio do Cesário Verde	34
Avaliação da Loucarte	36
Valor Grupo resultante da Avaliação.	36
3.3 - Comparação das três Avaliações.....	36
Resumo de Valores do grupo.....	37
Comparação de valores do número de alunos das escolas	37
Comparação de valores da ETIC	38
Comparação dos valores do IPA.....	40
Comparação dos valores do Colégio Cesário Verde	42
3.4 – Das entrevistas.....	45
Caracterização dos Dados Sociodemográficos	46
Perceção sobre resultados diferentes utilizando os mesmos dados e o mesmo método.	47
Fatores que influenciam a avaliação.....	53
Perante as Incertezas, o processo de avaliação modelável? E quais são as principais causas de incerteza	59
Os atuais métodos de avaliação continuam a ser válidos no clima económico atual?	62

4 – Conclusões e perspectivas de trabalho futuro	64
4.1- Síntese de resultados e confronto com as hipóteses.....	64
4.2 - Verificação ou refutação das Hipóteses	65
4.3 - Principais Conclusões	65
4.4 - Limitações e trabalhos futuros	69
Referências Bibliográficas.....	70
Páginas da Internet com informação relevante.....	71
APÊNDICE A – Avaliação do Grupo ETIC	72
1 - Turmas Reais 2010 Cesário Verde.....	72
2 - Turmas Reais 2010 ETIC.....	73
3 – Turmas Reais 2010 IPA.....	74
4 – Turmas Reais 2010 EPI.....	74
5 – Turmas Reais 2011 Cesário Verde	75
6 – Turmas Reais 2011 ETIC	76
7 – Turmas Reais 2011 IPA.....	77
8 – Turmas Reais 2011 EPI.....	77
9 – Avaliação ETIC	78
10 – Avaliação IPA	95
11 – Avaliação Colégio Cesário Verde	112
APÊNDICE B – Guião de Entrevista.....	133
Introdução.....	134
Objetivo	134
Entrevistados	134
Entrevista.....	134
APÊNDICE C – Correio eletrónico de Solicitação de Entrevista.....	137

Lista de Figuras

Figura 1 - Fases do Processo de avaliação de uma empresa	6
Figura 5 - Método Patrimonial	9
Figura 2 - Rácio do Balanço	13
Figura 3 - Método de <i>Discount Cash Flow</i>	16
Figura 4 - Principais dados referentes à atividade das escolas	25
Figura 6 – Nuvem de termos de palavras das entrevistas.....	45
Figura 8 – Idades dos Entrevistados	46
Figura 9 – Número de anos de avaliações dos entrevistados	47
Figura 10- Graus acadêmicas dos entrevistados.....	47
Figura 12 - Nuvem de termos sobre resultados diferentes de avaliações.....	48
Figura 14 - Intervalos credíveis de diferenças de resultados.....	49
Figura 15 - Possibilidade de erros técnicos na origem de discrepância de valores	49
Figura 16 - Nuvem de termos - Possibilidade de erros técnicos na origem de discrepância de valores.....	50
Figura 18 - Interferência da causa de avaliação no resultado.....	51
Figura 19 - Nuvem de termos Interferência da causa de avaliação no resultado	52
Figura 21 - Influência do ambiente e sentimento na avaliação	52
Figura 22 - Nuvem de termos Influencia do ambiente e sentimento na avaliação.....	53
Figura 24 - Opiniões sobre a empresa	54
Figura 25 - Notícias da empresa	54
Figura 26 - Clima da empresa.....	55
Figura 27 - Comunicação da empresa	55
Figura 28 - Instalações e acessibilidades	56
Figura 29 - Influência dos Interlocutores	57
Figura 31 - Calibragem.....	58
Figura 33 - Considera o processo modelável?.....	59
Figura 34 - Nuvem de termos Considera o processo modelável?	60
Figura 39 - Importância do disclaimer	62
Figura 40 - Nuvem de termos sobre a importância do disclaimer.....	62
Figura 43 - Nuvem de termos validade dos métodos de avaliação	63

Lista de Quadros

Quadro 1 - Motivos determinantes da avaliação pontual de empresas.....	7
Quadro 2 - Síntese dos métodos de avaliação a partir de fluxos de rendimentos atualizados..	10
Quadro 3 - Métodos comparativos de avaliação de empresas.....	11
Quadro 4 - Tipos de opções reais	12
Quadro 5 - Pressupostos da Avaliação	29
Quadro 6 - Mapa de dados de Colaboradores	30
Quadro 7 - Síntese da avaliação ETIC.....	31
Quadro 8 - Síntese avaliação IPA.....	33
Quadro 9 - Síntese avaliação Cesário Verde	34
Quadro 10 - Avaliação Loucarte	36
Quadro 11 - Quadro resumo avaliação grupo.....	36
Quadro 12 - Resumo de valores de grupo	37
Quadro 13 - Comparação de número de alunos das escolas	38
Quadro 14 - Comparação de valores ETIC	39
Quadro15- Comparação de Valores IPA	41
Quadro16 – Comparação de valores Cesário Verde.....	42
Quadro 17 – Quadro Resumo dos Principais fatores de influência numa avaliação	64

Lista de Abreviaturas

A – Ativo

CAPEX = Gastos em capital são despesas que produzem benefícios ao longo de um período futuro longo (superior a um ano)

CITE – Cooperativa Ensino Estudos Politécnicos

CP – Capital próprio

CV – Colégio Cesário Verde

DCF – Discounted Cash Flow

EBIT – Resultado antes de juros e impostos

EBITDA – Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações

E(CFt) = Fluxo de caixa previsto no período

EPI – Escola Profissional de Imagem

ETIC – Escola Técnica de Imagem e Comunicação

F – Futuro

FSE = Fornecimento e Serviços externos

IRC = Imposto sobre rendimento pessoas coletivas

IPA – Instituto Superior Autónomo de Estudos Politécnicos

n = Vida do ativo em número de anos

P – Passivo

PME = Micro, pequena ou média empresa

r = Taxa de desconto que reflete o risco de fluxos de caixa estimados

RAI – Resultado antes de Imposto

RH – Recursos Humanos

RL = Resultado Líquido

t – Taxa

OR – Prémio da opção real existente na empresa

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

VALE – Valor atualizado líquido expandido

VAL – Valor atualizado líquido

VR – Valor de Rendimento

WACC = Custo médio ponderado de capital

Introdução

Conhecer o valor de um ativo e o que determina esse valor são pré-requisitos para uma decisão inteligente – na escolha de uma carteira de investimentos, na definição do preço justo a pagar ou a receber numa aquisição e na opção por investimentos, financiamentos e dividendos na gestão de uma empresa (Damodaran, 2007, pp. 1-5).

A avaliação tem-se mantido na vanguarda da literatura e da investigação em Contabilidade e Finanças. Este interesse acentuou-se em consequência das situações, cada vez mais numerosas, em que se torna necessário conhecer o valor da empresa ou de partes do seu capital, nomeadamente em casos de fusões, cisões, privatizações e cessões de partes sociais (Copeland, 2001, pp. 689-691).

Com o objetivo de conhecer o valor real de um grupo empresarial – o Grupo ETIC-, o mesmo grupo é avaliado por duas consultoras distintas das designadas quatro grandes, com base nos mesmos documentos contabilísticos, no mesmo cenário económico, fazendo uso do mesmo método de avaliação de *Discounted Cash Flow (DCF)*¹, tendo-se visto confrontado com resultados completamente diferentes.

Trata-se de um caso que constituía à problemática a aferir pelo presente trabalho: pretende-se, efetivamente, delinear como é elaborado um processo de avaliação e investigar como, partindo dos mesmos dados contabilísticos e utilizando o mesmo método de avaliação, um grupo de educação constituído por quatro escolas pode apresentar três valores de mercado completamente distintos.

Sendo o método de DCF considerado pelas consultoras o método conceitualmente mais apropriado para avaliação de valor de mercado - uma vez que esta metodologia avalia o negócio pela consideração das *cash flows*² potenciais para os anos futuros -, e tendo em consideração o facto de as empresas operacionais avaliadas serem escolas, é questionável como se obtêm resultados com diferenças abismais entre avaliações, diferenças essas que chegam a perto de 2.000.000€.

Importa igualmente referir que as origens do processo de avaliação das escolas foram distintas- uma realizou-se estando em causa um processo de litígio, tendo a outra sido solicitada internamente.

¹ O *Discounted Cash Flow* (Fluxos de Caixa Descontados) é um método de análise que permite avaliar uma empresa, um ativo ou um projeto, considerando a sua capacidade de gerar fluxos de caixa livre (*free cash flows*). Este método usa o conceito de Valor Presente, para determinar o valor da soma de todos esses fluxos de caixa livre, que se estima que a empresa venha a gerar, mais o Valor Terminal (considerando um crescimento perpétuo), descontados a uma taxa apropriada (normalmente à taxa apurada pelo Custo Médio Ponderado do Capital – WACC) que representa o prémio de risco do ativo e o valor do dinheiro ao longo do tempo. O Discounted Cash Flow (DCF) é um dos modelos de avaliação mais usado nos negócios e bastante suportado, como um bom modelo, por diversas teses académicas. (associacaodeinvestidores.com, 2011)

O DCF será objeto do capítulo *Método de fluxo de caixa descontado*

² Cash flow é um termo que se refere à quantidade de dinheiro que é recebido e pago por um negócio durante um determinado período, por vezes associado a um projeto específico. – Fonte: http://www.thinkfn.com/wikibolsa/Cash_flow#sthash.JXaGDQkB.dpuf

O presente trabalho propõe-se investigar a causa da discrepância nos resultados decorrentes das avaliações, bem como averiguar se existem critérios/fatores de influência que consigam alterar a razoabilidade desses mesmos resultados. Esta investigação poderá, deste modo, contribuir para ajudar os empresários a interpretar os resultados das avaliações das suas empresas, bem como abrir/sugerir caminhos de pesquisa no quadro da temática da avaliação das empresas.

A escolha deste tema justifica-se por em primeiro lugar pelo interesse, já comprovado em trabalhos anteriores, por alunos e professores, na utilização de métodos de avaliação, e em segundo lugar pela importância em avaliar o real valor das atuais avaliações empresariais efetuadas no mercado, razão pela qual este estudo tenta identificar em que parte do processo se revelam discrepâncias que conduzem a resultados díspares entre avaliações.

Tendo em conta a variabilidade já atrás exposta nos resultados obtidos por avaliação, o presente trabalho tem como finalidades:

- 1) indagar sobre os fatores de imprecisão e incerteza no processo de avaliação de uma empresa, partindo de um caso real;³
- 2) identificar momentos em que os avaliadores seguiram caminhos diferentes, mesmo tendo utilizado o mesmo método de avaliação;⁴
- 3) questionar as causas que estiveram na origem destas diferentes opções;³
- 4) avaliar se o sentimento que existe por parte do avaliador é relevante para o resultado³;
- 5) questionar se as incertezas, internas e externas, quer da empresa quer do ambiente macroeconómico são fatores de influência numa avaliação³;
- 6) indagar se a causa do processo de avaliação é um fator influente no resultado da avaliação⁵.

Tomando como ponto de partida estas questões pretende-se aferir se existe influência no processo de avaliação do atual ambiente económico global ou se ela se confina ao próprio instrumento (o DCF), se os atuais processos de avaliações permanecem credíveis e se os fatores pessoais da equipa de avaliação, fatores internos e externos à empresa pesam ou não no processo de avaliação. Com esse objetivo, e através de uma amostragem efetuada entre agentes económicos, nomeadamente avaliadores e empresários, foi elaborado um questionário⁶ com vista à obtenção de respostas às estas dúvidas.

Esta dissertação encontra-se dividido em duas partes: a primeira dedicada ao enquadramento teórico e a segunda à investigação empírica empreendida.

³ Vamos aprofundar o tema no ponto *Causas possíveis para resultados diferente tendo por base os mesmos elementos contabilísticos*.

⁴ No capítulo *Comparação de avaliações* vão ser identificadas as causas das diferenças entre resultados.

⁵ Vamos aprofundar o tema na Parte I ponto *Motivos de avaliação pontual de empresas*.

⁶ O questionário será composto por duas partes, uma primeira contendo os dados caracterizadores dos entrevistados, e uma segunda com perguntas abertas sobre o método, a sua validade, os fatores de influência internos e externos nas avaliações.

No capítulo I – “Enquadramento Teórico” -, é feita a contextualização do objeto de estudo e destacada a sua importância no âmbito do processo de avaliação de empresas, procedendo-se a uma revisão da literatura. Começamos por expor a importância da obtenção de um valor de um ativo, as causas que estão na base do ato de avaliar, o método de avaliação DCF. Debruçamo-nos igualmente sobre os fatores emocionais e subjetivos que podem influenciar a avaliação, tentando ainda precisar o momento do processo em que essa subjetividade se manifesta, bem como o papel influenciador das incertezas internas e externas na avaliação.

No capítulo 2 – “Metodologia de Trabalho – Método de Investigação” - expomos teoricamente o método de investigação adotado e as suas respetivas etapas, apresentando o trabalho de investigação empírica, sustentado nas seguintes fases: observação participativa, análise documental, replicação das avaliações, comparação das avaliações e entrevistas.

Neste capítulo 3 – “Apresentação e discussão dos Resultados” passamos ao trabalho de investigação empírico desenvolvido, considerando os instrumentos de recolha e de análise descritos no capítulo de metodologia, expondo, de igual modo, os resultados obtidos.

A partir do conjunto de conteúdos e reflexões, passamos ao último capítulo – “Conclusões e perspetivas de trabalho futuro” onde se reúnem as principais conclusões extraídas ao longo da dissertação, se efetua uma verificação ou refutação das hipóteses, apontando-se contributos e limitações bem como sugestões para futuras pesquisas na temática que nos ocupou, isto é, “avaliações de empresas”. Por fim, apresentamos a bibliografia geral que serviu de suporte a este trabalho, assim como os sítios de internet consultados. Anexamos, ainda um conjunto de documentos de suporte a este trabalho, em particular aqueles que se referem à investigação empírica.

1– Enquadramento Teórico

O enquadramento teórico desenvolver-se-á em três etapas: na primeira, precisaremos conceitos a partir da recolha de informação sobre o que é uma avaliação, as suas causas e o seu processo; na segunda etapa tomaremos como objeto de estudo o principal método utilizado nas avaliações, a saber, o *discounted cash flow* (abrev. DCF); por fim, numa terceira fase debruçar-nos-emos sobre as causas possíveis para resultados diferentes, tendo por base os mesmos elementos contabilísticos.

1.1 – Avaliação de empresas

O porquê de uma avaliação de empresas

Através da que ficou conhecido como “A história da água e do diamante”, Adam Smith (1981) expôs os termos da questão do valor, apresentando aquele que é referenciado como o “paradoxo do valor” da água e do diamante. Afirmava Smith:

“ Nada é mais útil do que a água: mas com ela praticamente nada pode comprar-se; praticamente nada pode obter-se em troca dela. Pelo contrário, um diamante não tem

praticamente qualquer valor de uso; no entanto pode normalmente obter-se grande quantidade de outros bens em troca dele.” (Smith, 1981, p. 117)

Deve-se, assim, a Adam Smith a distinção entre *valor de uso* (valor fundado na utilidade) e *valor de troca* (a qualidade que tem um bem de poder ser trocado por outro). O economista clássico Escocês chamou a atenção para o facto de certos bens possuírem valor de uso elevado, mas um valor de troca baixíssimo.

A gestão financeira de empresas trata essencialmente da criação de valor e, consequentemente, o problema da avaliação de activos é fundamental para todas as decisões financeiras.

Gestores, investidores, proprietários e investigadores de finanças de empresas, procuram há várias décadas dar resposta técnica à determinação do valor da empresa. Contudo, os resultados não são completamente satisfatórios, pois o valor de uma empresa ou de um bem acaba por ser o resultado do que os vendedores aceitarem como preço de venda perante as alternativas que têm. Assim, no processo de avaliação intervêm não só fatores objectivos, mas também fenómenos subjetivos e contingentes (Neves, 2002, p. 3).

A temática do valor tem acompanhado as preocupações do Homem. Spranger (1882-1963) sistematizou os valores do modo seguinte: *teóricos* (orientados para a verdade do conhecimento), *estéticos* (orientados para a forma e a harmonia), *sociais* (orientados para as pessoas), *políticos* (orientados para o poder), *religiosos* (orientados para a unidade do universo) e *económicos* (orientados para a utilidade). O *valor* é portanto, uma categoria de valor.

O princípio fundamental de um investimento sólido é que um investidor não pague por um ativo mais do que ele vale. Esta premissa pode parecer lógica e óbvia mas é eventualmente esquecida e redescoberta a cada geração e em todo o mercado (Damodaran, 2007, pp. 1-10).

Avaliar uma empresa significa ajuizar sobre um conjunto de elementos financeiros, comerciais, humanos, técnicos e tecnológicos seguindo um processo em que se reúnem os dados necessários ao cálculo do valor, Este define-se, segundo José Carvalho das Neves (Neves, 2002, pp. 9-10), como uma relação entre o objeto e um sujeito nele interessado. No caso de uma empresa o valor traduz o resultado de um trabalho de avaliador e é função do “bem-estar” que o sujeito espera e exige obter da empresa ou parte dela.

Segundo o mesmo autor, existem áreas fundamentais para uma correta análise de informação para uma correta preparação de uma avaliação, devendo proceder-se à pesquisa de informação sobre todos os aspetos relevantes com impacto sobre o valor da empresa, nomeadamente:

- a) **Diagnóstico estratégico:** análise das oportunidades e das ameaças do ambiente competitivo em que a empresa está inserida;
- b) **Auditoria de marketing e distribuição:** análise dos pontos fortes e fracos ao nível de marketing, canais de distribuição, produtos, recursos humanos, tecnologia entre outros;

- c) **Auditoria de tecnologia e operações:** análise de tecnologia adaptada, *lay-out* produtivo, eficiência de produção, compatibilidade com a evolução e necessidades de investimento, etc.;
 - d) **Auditoria ao pessoal e à cultura organizacional:** análise da qualidade de recursos humanos, nível de formação, idades, política de remuneração e incentivos, análise da compatibilidade dos recursos humanos, da cultura organizacional e das políticas de gestão de pessoal com as necessidades estratégicas da organização;
 - e) **Auditoria ao imobilizado:** análise à qualidade de imóveis e de equipamentos, necessidades de manutenção e investimento de atualização com vista às necessidades estratégicas de desenvolvimento;
 - f) **Auditoria Financeira:** análise da situação financeira da empresa, dos seus ativos, passivos e capital próprio;
 - g) **Auditoria Fiscal:** análise da situação fiscal da empresa, designadamente das dívidas de impostos e à Segurança social;
 - h) **Auditoria Legal:** enquadramento legal dos recursos humanos, verificação da titularidade dos ativos – imobilizados e financeiros – e dos seus passivos, bem como dos detentores do capital social. Análise de hipotecas e penhora, bem como outros contratos que possam desvalorizar a empresa;
 - i) **Auditoria Ambiental:** análise da legislação a que a empresa está obrigada e das tendências da sua evolução, e da forma de enquadramento legal da empresa e de quais os riscos associados a custos ambientais.
- (Neves, 2002, pp. 9-10).

O processo de avaliação de uma empresa consiste, assim, na sucessão encadeada de atos, numa sequência de operações.

Pode descrever-se como um processo que conduz à expressão numa unidade de medida homogénea dos elementos patrimoniais da empresa, da sua atividade, da sua potencialidade ou de qualquer outra característica destacável, cujas fases estão evidenciadas na figura 1 *Fases do Processo de avaliação de uma empresa* (vide esta Figura no subcapítulo seguinte).

Fases do Processo de Avaliação de uma empresa.

Segundo Leonor Fernandes Ferreira, (Ferreira, 2008, pp. 20-23) existem cinco fases do processo de avaliação. Numa primeira fase é necessário efetuar uma definição dos objetivos da avaliação, sendo importante identificar se se trata de uma avaliação pontual ou de um ato de gestão corrente. É necessário também saber se o que se pretende avaliar é o negócio, ou antes participações sociais. Os objetivos da avaliação podem, na realidade, condicionar o método de avaliação.

Numa segunda fase efetua-se a recolha e a interpretação de informação, a seleção de variáveis e a fixação dos parâmetros de avaliação. A recolha de informação é um trabalho de compilação, tanto a partir de fontes internas como externas às empresas. Inclui uma análise exaustiva da empresa que consiste no diagnóstico dos elementos externos e internos da mesma, com vista a conhecer as ameaças e oportunidades do meio exterior, os pontos fortes e fracos da empresa e a determinar os seus fatores críticos de sucesso. Neste contexto, quantifica-se a situação económica e financeira da empresa e obtém-se

informação que permite realizar previsões dos fluxos de rendimento considerando a estratégia a seguir.

Na terceira fase há que efetuar a escolha dos modelos de avaliação a utilizar na avaliação, tendo em conta que os modelos de avaliação têm por objetivo ser representações simplificadas da realidade empresarial. Esses modelos sintetizam-se em algoritmos que representam o valor atribuído à empresa ou partes do seu capital.

A operacionalidade dos modelos é função da escolha das variáveis e da fixação dos parâmetros necessários ao cálculo do valor da empresa. Assim, na quarta fase é possível estimar tantos valores quantas as opções disponíveis para a escolha de variáveis, parâmetros e para a especificação da relação entre estes consoantes os diferentes cenários delineados no diagnóstico prévio.

Na quinta fase, estima-se o resultado do valor da empresa ou das suas partes sociais dependendo do modelo ou modelos a aplicar. Assim, podem apresentar-se múltiplas formas de valor: um valor, um intervalo de valores ou uma distribuição de valores com diferentes probabilidades de ocorrência.

A figura da página seguinte sintetiza as fases do processo de avaliação de uma empresa.

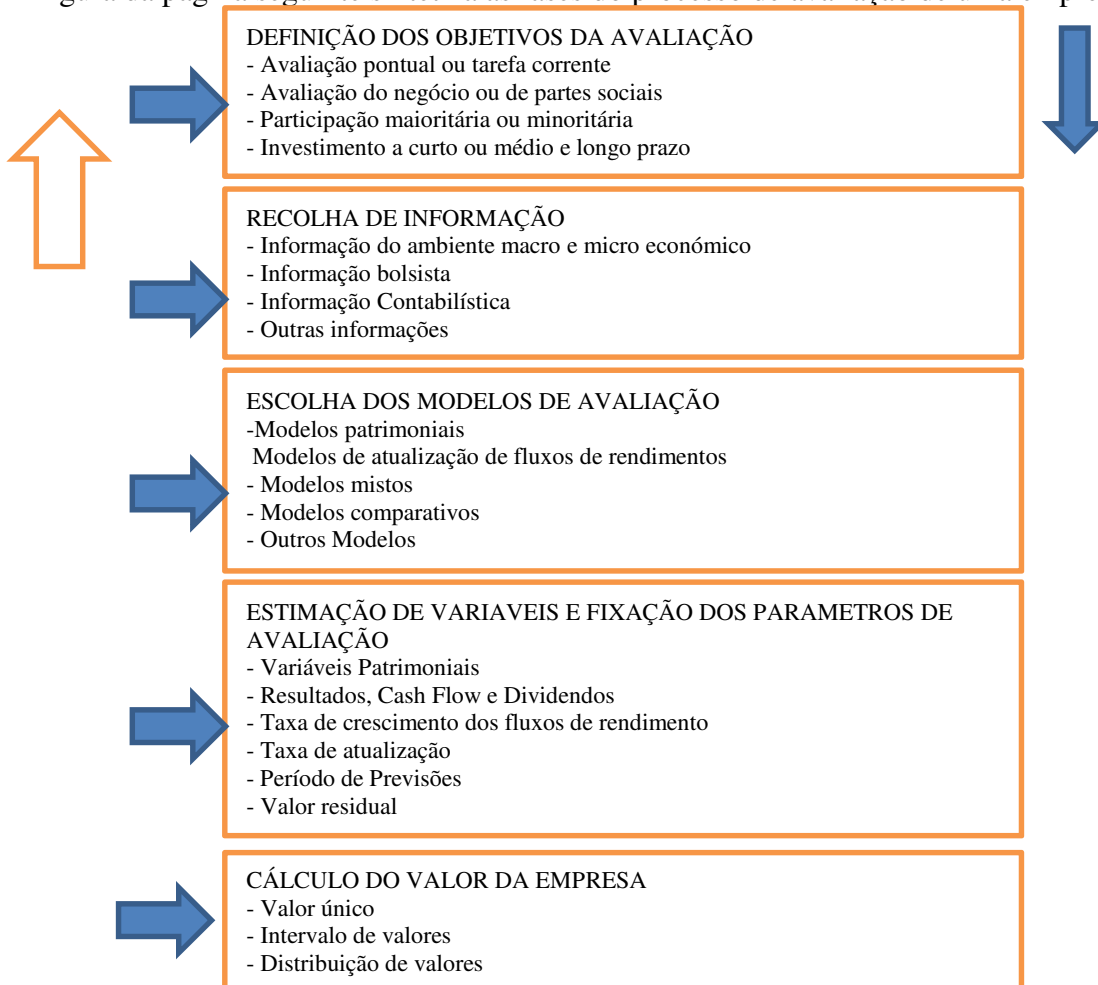


Figura 1 - Fases do Processo de avaliação de uma empresa

Fonte: (Ferreira, 2008, pp. 20-23)

Podemos assim concluir que todas e cada uma das fases do processo de avaliação, acima descritas, são fulcrais para o sucesso de uma avaliação, mostrando-se deveras importante a sua sequenciação. Considera-se também que o relatório da avaliação efetuada a entregar ao cliente deverá especificar cada uma destas fases e os seus respetivos itens, de modo a que quem consulte a avaliação consiga entender o trabalho realizado e daí retirar as suas ilações.

Motivos de Avaliação Pontual de Empresas

A necessidade de avaliação pontual de empresas acontece quando interesses opostos se enfrentam: comprador e vendedor, administração fiscal e contribuinte, sociedades em via de fusão, herdeiros perante partilhas, sócios perante o Estado em caso de expropriação, intervenção na gestão e extinção ou renegociação de concessões.

O quadro abaixo sintetiza os motivos e finalidades determinantes da avaliação pontual da empresa.

Quadro 1 - Motivos determinantes da avaliação pontual de empresas

Finalidade	Motivo
Transferência da titularidade de todas as partes sociais da empresa em conjunto	<ul style="list-style-type: none"> • Venda voluntária • Incorporação (absorção) • Fusão <i>strito sensu</i> • Transformação • Recompra de lotes ações
Transferência ou liquidação de parte dos direitos de participação	<ul style="list-style-type: none"> • Retirada de um ou mais sócios • Entrada de novo sócio • Venda de quota ou lote de ações • Herança, legado, doação • Divórcio • Amortização ou remissão de capital • Compra ou venda de ações próprias
Fins específicos sem intenção de venda	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento de capital • Pedido de admissão à cotação em Bolsa • Partilha entre herdeiros ou quinhoeiros • Contrato de viabilização • Obtenção de financiamento alheio • Celebração de contratos de seguro • Apuramento de matéria coletável • Outros motivos fiscais

Fonte: (Ferreira, 2008, p. 24)

Como mostra o quadro 1., uma avaliação de empresa pode ser efetuada com o propósito de preparar a aquisição ou venda de uma participação social ou da totalidade do seu capital social.

A avaliação pode incidir sobre uma ou mais unidades de negócio com propósitos idênticos (de compra ou venda) ou com vista a uma cisão.

Para além destes propósitos mais correntes podem surgir outros, como sejam, em resultado de disputas entre sócios ou acionistas com vista à saída de um deles, pagamento de indemnizações por perdas, em consequência de divórcio e pagamento do respetivo direito do cônjuge, por questões fiscais, etc.

Assim, a avaliação vai ser afetada por questões jurídico-fiscais mais ou menos complexas, consoante o propósito da avaliação. Também é evidente que diferentes propósitos de avaliação conduzirão à aplicação de diferentes critérios de avaliação. (Neves, 2002, pp. 8-9).

De seguida explicam-se os principais métodos de avaliação, usados para conhecer o valor de um ativo.

Os Principais métodos de avaliação de empresas

A escolha do método de avaliação deve ser coerente com o fim da avaliação e com as características da empresa a avaliar.

Tendo em consideração a opinião da investigadora Luísa Ferreira (Ferreira, 2008, pp. 31-123), a qual foi corroborada pelos avaliadores com os quais mantivemos contacto no presente trabalho de investigação, não existe um valor único para uma empresa. Em parte, a razão deve-se à multiplicidade de métodos que podem utilizar-se no processo de avaliação. Neste item procede-se à sintetização dos principais modelos de avaliação utilizados, adotando a seguinte sistematização a partir da literatura mais relevante:

- Método patrimonial;
- Método de avaliação a partir do rendimento;
- Método misto;
- Métodos comparativos.
- Outros métodos, tais como os modelos que utilizam opções reais e os modelos de gestão baseados no valor.

Método patrimonial

Este método baseia-se no valor contabilístico dos capitais próprios, eventualmente corrigido pela avaliação a valor de mercado dos ativos corpóreos do imobilizado, bem como por outros ajustamentos que sejam necessários para fazer refletir o valor de realização ou liquidação dos restantes ativos e passivos da empresa.

A figura seguinte reflete a metodologia para se encontrar o valor patrimonial

Método Patrimonial:



Figura 2 - Método Patrimonial

Fonte: Deloitte, 2009

Método de avaliação a partir do rendimento

Os modelos de avaliação a partir do rendimento repousam sobre o conceito financeiro de valor. Encontram fundamentação económica na utilidade como fonte do valor e fundamentação financeira na regra do valor atualizado e aplicam os princípios da teoria do investimento: o valor de rendimento VR de uma empresa apura-se pela adição de fluxos estimados de rendimento futuro F , atualizado a uma taxa t durante um horizonte temporal de n períodos sucessivos de igual amplitude. Formalizando, obtém-se:

$$VR = VR(F, t, n)$$

Os métodos de avaliação a partir do rendimento podem classificar-se em função da grandeza escolhida como representativa do fluxo de rendimento periódico, definido como lucros, dividendos, ou *cash flows*, falando-se, então de:

- método de avaliação, a partir da atualização dos lucros;
- método de *discounted cash flow*, vulgarmente conhecidos por “DCF valuation models”;
- modelos de avaliação a partir da atualização dos dividendos.

Possíveis combinações dos pressupostos indicados conduzem a diferentes modelos que podem ser utilizados na prática da avaliação de empresas.

O quadro da página seguinte apresenta uma síntese dos métodos de avaliação a partir do rendimento.

Quadro 2 - Síntese dos métodos de avaliação a partir de fluxos de rendimentos atualizados

Variável	Modelo de avaliação
Fluxo de rendimento	<ul style="list-style-type: none"> - MÉTODO DE ATUALIZAÇÃO DE LUCROS Fluxos de rendimento a reter e a distribuir. - MÉTODO DE ATUALIZAÇÃO DE CASH FLOWS Fluxos de tesouraria. - MÉTODO DE ATUALIZAÇÃO DE DIVIDENDOS Fluxos de rendimento distribuído.
Taxa de crescimento do fluxo de rendimento	<ul style="list-style-type: none"> - MÉTODO DE UMA FASE Fluxos constantes ou crescentes a uma taxa única. - MÉTODO DE DUAS FASES Fluxos crescentes a duas taxas. - MÉTODO DE TRÊS FASES Fluxos crescentes a três taxas. - MODELOS N-FASES Fluxos crescentes a mais de três taxas
Taxa de atualização	<ul style="list-style-type: none"> - MÉTODO DO CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO Ótica dos sócios. - MÉTODO DO CUSTO MÉDIO PONDERADO DOS CAPITAIS Ótica da entidade, atendendo ao investimento - MÉTODO DO VALOR ACTUALIZADO LIQUIDO Ótica da entidade, atendendo ao financiamento.
Duração do período de previsão explícita dos fluxos	<ul style="list-style-type: none"> - MÉTODO SEM VALOR RESIDUAL Duração ilimitada. - MÉTODO COM VALOR RESIDUAL Duração limitada.

Fonte: Ferreira, 2008, p. 51.

Método Misto

A justificação para o método misto está em admitir-se a existência de *goodwill*⁷, dado pelo valor de rendimento e o valor patrimonial. Dizendo de outro modo, o aparecimento do *goodwill* relaciona-se com a necessidade de valorizar a aptidão de uma empresa para gerar fluxos de rendimento acima do mínimo exigido de um património que corresponde

⁷ O Goodwill é um termo contabilístico utilizado para designar a parte do valor de mercado (ou valor intrínseco) de uma empresa que não esteja diretamente refletida nos seus ativos e nos seus passivos. Inclui-se neste tipo de valores a marca e a imagem de mercado, a carteira de clientes, o *know-how* dos funcionários, entre outros. Dado o seu carácter de intangibilidade e de difícil quantificação, apenas é possível a sua contabilização no caso de uma aquisição.

O sentido original do termo surgiu com o intuito de justificar a razão pela qual as empresas ou negócios eram adquiridos e vendidos por valores superiores ao dos seus capitais próprios. Quando uma empresa adquire uma outra por um valor superior ao dos seus capitais próprios, esta terá que reconhecer essa diferença (o goodwill) nos seus ativos. Este valor pode posteriormente ser ajustado, ou por amortização ou por ajustamentos ocasionais do valor estimado dos ativos.

Fórmula de Cálculo:

Apresenta-se abaixo a fórmula de cálculo do Goodwill contabilístico:

Goodwill=

+ Preço de Aquisição

- Valor do Capital Próprio da Empresa Adquirida

Fonte: <http://www.knoow.net/cienceconempr/financas/goodwill.htm>

a uma dada estrutura de exploração, ou seja, rendimentos superiores que resultariam da avaliação individual dos elementos patrimoniais.

Neste método é tomado o valor da média entre valor patrimonial e o valor de rendimento. Existem muitos críticos do modelo dado que o valor médio apenas considera muito esquematicamente o risco antecipado da concorrência. Ora, os efeitos dessa influência só podem estimar-se de modo impreciso, pois não se consegue saber se o valor da empresa está mais próximo do valor de rendimento ou do valor patrimonial.

Método Comparativo

Diferentemente da avaliação com base na atualização de fluxos de rendimento, que procura o valor intrínseco da empresa, os métodos de avaliação comparativa pressupõem que a avaliação feita pelo mercado, isto é, os preços nele formados pelo jogo da oferta e da procura está, em média, correta mas pode cometer erros em cada avaliação individual. A comparação com base nos múltiplos permite identificar esses erros que o mercado se encarregará, ele próprio, de corrigir ao longo do tempo.

Para efeitos de avaliação de empresas, a comparação com base de múltiplos pode estabelecer-se de dois modos:

- Utilizando múltiplos da própria empresa a avaliar relativos a períodos passados, obtidos a partir da observação de transações anteriormente efetuadas;
- Recorrendo a múltiplos de outras empresas, relativos ao período a que se reporta a avaliação.

Os métodos comparativos utilizam indicadores de empresas comparáveis para proceder à avaliação. O valor de uma empresa determina-se por comparação com o valor de outra empresa, recorrendo a uma variável estandardizada, comum à empresa a avaliar e àquela que serve de termo de comparação.

Quadro 3 - Métodos comparativos de avaliação de empresas

Variável	Múltiplo
Lucro	Price to earning ratio (PER)
Capital Próprio	Price to book value ratio (PBV)
Volume de Negócios	Price to sales ratio (PSR)
Dividendo	Price to cash dividends ratio (PCD)
Cash Flow	Price to cash flow ratio (PCF)

Fonte: Ferreira, 2008, p. 118.

Método de Avaliação a partir de opções reais

O valor dinâmico de um negócio – também designado valor de opções reais associadas ao negócio, decorre da possibilidade de exercício de opções reais (operacionais ou estratégicas), e na maior parte das situações comuns é somado ao valor estático ou dos *cash flows* atualizados. Deste modo, o valor da empresa pode obter-se a partir da expressão seguinte:

$$\text{VALE} = \text{VAL} + \text{OR}$$

Onde:

VALE – valor atualizado líquido expandido;

VAL – valor atualizado líquido;

OR – prémio da opção real existente na empresa.

Tem sido comum ignorar o valor dinâmico nas aplicações elementares de métodos de valorização financeira a projetos de investimento ou negócios, por três razões:

- ser conceptualmente complexo definir o valor dinâmico da empresa;
- dificuldades operacionais no cálculo daquele valor;
- não resulta daí erro de valorização significativo.

Quadro 4 - Tipos de opções reais

Tipo de Opção	Exemplos de Avaliação
Opção de Adiar	- patentes - reservas não explorada.
Opção de Expandir ou Contrair	- start ups - terrenos não urbanizados
Opção de Liquidar ou Vender	- capital próprio em empresas com dificuldades
Opção de Abandonar	- abandonar o negócio

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002,p. 947).

Método de gestão baseada no valor

Os princípios em que assentam estes métodos são, tal como nos modelos de avaliação, a partir do rendimento, a atualização de fluxos de rendimento futuro. A novidade dos modelos de gestão baseada no valor está em que encaram a avaliação da empresa como uma tarefa continuada e, sob a aparência de meros instrumentos de análise financeira, ligam aspetos de várias disciplinas, em particular das finanças e do marketing. A ligação entre as duas áreas estabelece-se através da análise do valor estratégico, ao relacionar os investidores com os clientes. Deste modo corresponde ao reconhecimento de que uma visão de marketing orientada para o cliente e uma perspetiva financeira orientada para os titulares do capital próprio fazem parte de um processo interativo que relaciona a especificidade de mercados e produtos ou serviços, com variáveis financeiras. Essa ligação entre marketing e finanças, numa perspetiva estratégica, é feita através dos três processos seguintes:

- Criação de valor: o processo pelo qual uma empresa gera uma rendibilidade do capital superior ao custo respetivo;

- Preservação de valor: processo que permite que o valor criado não seja simplesmente gasto ou perdido através de uma gestão inadequada;
- Realização de valor: processo que assegura que os investidores realizem valor através da valorização das partes de capital, sua recompra e distribuição de lucros.

Método de fluxo de caixa descontado (DCF)

Tendo a presente investigação por base duas avaliações da mesma empresa, que utilizaram como meio o método de fluxos de caixa descontado, avançamos para a segunda fase: estudar o modelo de avaliação usado pelas duas consultoras⁸ – o método de fluxo de caixa descontado (*Discounted Cash Flow* - DCF).

De acordo com a teoria financeira moderna, não tem sentido basear o valor da empresa em modelos estáticos históricos (tais como a ótica patrimonial e a comparação com o mercado) pois uma empresa vale pela sua potencialidade de criar riqueza no futuro. Por outro lado, modelos baseados no lucro têm o inconveniente de não considerar as necessidades de investimento para sustentar lucros atuais e a utilização dos lucros supranormais não afasta o problema de dependência de utilização de critérios contabilísticos adotados pela gestão.

Esses critérios não devem influenciar o valor da empresa, exceto quando tenham implicações sobre os fluxos de caixa gerados para a empresa e para os acionistas.

Deste modo a tendência é para considerar que uma empresa vale pela expectativa que tem de gerar fluxos de caixa no futuro, sendo estes atualizados ao custo do capital ajustado aos riscos desses fluxos (Neves, 2002, pp. 229-230).

O método DCF tem sempre como princípio as demonstrações financeiras das empresas. Através das demonstrações financeiras conseguimos obter informação acerca da posição financeira, do desempenho e das alterações na posição financeira de uma entidade que seja útil a um vasto leque de utentes na tomada de decisões económicas (Rodrigues, Sistema de normalização contabilística explicado, 2011, pp. 534-535).

Entende-se como instrumentos de suporte ao método as seguintes demonstrações financeiras:

- O Balanço – apresenta a posição patrimonial e financeira de uma empresa, numa determinada data, evidenciando os bens, os direitos, as obrigações da empresa e a situação dos seus proprietários.

Balanço	
Ativo	Capital Próprio e Passivo
	Capital Próprio (CP)
	Passivo (P)
A	CP + P

Figura 3 - Rácio do Balanço

Fonte: Elaborado pelo Próprio

⁸ Por razões contratuais não podem ser identificadas as consultoras em causa.

O ativo inclui todos os bens e direitos da empresa, como por exemplo:

- Terrenos;
- Edifícios;
- Máquinas;
- Mercadoria armazenada;
- Crédito sobre clientes;
- Depósitos bancários.

O ativo é geralmente considerado como o conjunto de aplicações da empresa, ou seja, indica onde a empresa aplicou os seus recursos, sendo o seu total muitas vezes utilizado como um indicador da dimensão da empresa e do valor dos bens que a administração gere. O ativo é um recurso controlado pela entidade como resultado de acontecimentos passados e do qual se espera que fluam para a entidade benefícios económicos futuros.

O passivo inclui as obrigações da empresa, como por exemplo:

- Dívidas por empréstimos obtidos;
- Dívidas por compra de imobilizado ou existências;
- Dívidas ao Estado.

O passivo por norma é considerado como uma das origens de fundos da empresa. Todas as empresas têm passivo dado que uma parte surge na sequência da atividade normal do funcionamento da empresa, nomeadamente dívidas a fornecedores ou ao Estado. Constitui uma obrigação presente da entidade proveniente de acontecimentos passados, da liquidação da qual se espera que resulte um efluxo de recursos da entidade incorporando benefícios económicos.

O capital próprio representa a posição dos donos da empresa, não é mais do que a diferença entre o conjunto de bens e direitos (ativo) e as obrigações (passivo) da empresa. Traduz-se no interesse residual nos ativos da entidade depois de deduzir todos os seus passivos de onde se pode concluir que o Capital Próprio = Ativo – Passivo.

Todo o balanço tem por regra a seguinte equação:

Ativo = Passivo + Capital Próprio.

No processo de avaliação de empresas, existem alguns problemas na avaliação de elementos específicos do balanço (sendo que estes dados por norma são fornecidos pelas próprias empresas avaliadas e não sofrem alterações), nomeadamente nos seguintes aspetos:

- **Imobilizações Corpóreas** – a valorização das imobilizações corpóreas baseia-se no custo de aquisição e está influenciada não só pela vida útil contabilística do bem e pelo critério de reintegração usado mas também pelas reavaliações que periodicamente o ativo está sujeito;
- **Imobilizações Incorpóreas** – coexistem na valorização do capital intelectual, na

capitalização de certas despesas materialmente relevantes, e na escolha do período de amortização da diferença positiva da consolidação;

- **Investimentos financeiros** – destacam-se as participações no capital de outras empresas e as obrigações de outras empresas;

- **Necessidades de Fundo de Maneio** – incluem as existências e as dívidas a receber e a pagar. Por norma as existências são valorizadas das seguintes formas: avaliação ao custo histórico; inclusão de não juros no valor do ativo; políticas de provisões e reservas ocultas: problemas de periodicidade. Na parte das dívidas a receber e a pagar incluem-se: as incertezas na cobrabilidade das dívidas; as dívidas de curto versus longo prazo; as dívidas de exploração e não de exploração; as dívidas em moeda estrangeira;

- **Outros ativos e passivos**, nomeadamente: provisões para riscos e encargos; subsídios não reembolsáveis, impostos diferidos.

O interesse da informação contida no balanço para a avaliação de empresas reside no facto de ser um ponto de partida para a avaliação patrimonial, pois permite estimar valores para variáveis como o ativo total, o capital próprio e o passivo, e os capitais permanentes (Ferreira, 2008, pp. 137-143).

O outro elemento contabilístico relevante para o processo de avaliação é a demonstração de resultados – o qual explica ou demonstra, como foi gerado o resultado líquido de um determinado período económico (Magalhães, 2005, pp. 53-73).

Segundo as novas normas contabilísticas do sistema de normalização contabilística (SNC), a demonstração de resultados tem de conter no mínimo os seguintes subtóais:

- O EBITDA (resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações);
- O EBIT (resultado antes de juros e impostos);
- O RAI (resultado antes de imposto).

O EBITDA é um indicador-chave para a avaliação das empresas, sendo frequente assistirmos a vendas de empresas por múltiplos do EBITDA recorrente ou seja os múltiplos são instrumentos simples de avaliação de empresas amplamente usados e tem como objectivo normalizar o valor de empresas comparando com outras do mesmo setor.

O interesse da demonstração dos resultados para a avaliação de empresas deve-se a que o resultado líquido contabilístico possa ser um ponto de partida para a estimativa dos fluxos de rendimento, uma das variáveis essenciais nos modelos de avaliação de empresas. Com efeito a partir do resultado líquido:

- Estimam-se os resultados líquidos em caso de métodos de previsão com base em dados do passado;
- Define-se a política de distribuição de resultados (dividendos);
- Calculam-se, por via indireta, o *cash flows* do período (Ferreira, 2008).

O Modelo DCF é utilizado desde 1960, este modelo tem sido o padrão-ouro para uma ampla gama de aplicações económicas, incluindo avaliações corporativas, decisões de orçamento de capital, avaliação de bens de investimento, bem como situações de litígio. (Lawrence, 2009).

A avaliação pelo rendimento atualizado considera que o valor da empresa é função dos rendimentos futuros que esta proporciona aos seus detentores, sendo esses rendimentos atualizados para o momento em que se está a efetuar a avaliação (Neves, 2002, p. 13).

A premissa fundamental de avaliação DCF é que uma empresa vale em dinheiro o valor que possa gerar a partir de agora até o fim da sua vida. Mas um dólar no futuro vale menos que um dólar hoje. Assim, para obter o valor certo temos de ajustar o valor de caixa futuro para um valor de equivalente no presente. Estamos a aplicar um desconto de fluxos de caixa futuros, daí o nome *de Discounted Cash Flows* (Lui & Chan, 2011, p. 30).

Na avaliação pelo fluxo de caixa descontado o valor do ativo é o valor presente dos fluxos de caixa previstos desse ativo, descontado a uma taxa que reflita o grau de risco desses fluxos de caixa (Damodaran, 2007, pp. 20-22).

A base de abordagem é que compramos a maioria dos ativos porque esperamos que gerem fluxos de caixa no futuro. A equação abaixo reflete o modelo DCF:

$$\text{Valor ativo} = \frac{E(CF1)}{(1+r)} + \frac{E(CF2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF3)}{(1+r)^3} + \dots + \frac{E(CFn)}{(1+r)^n}$$

Onde:

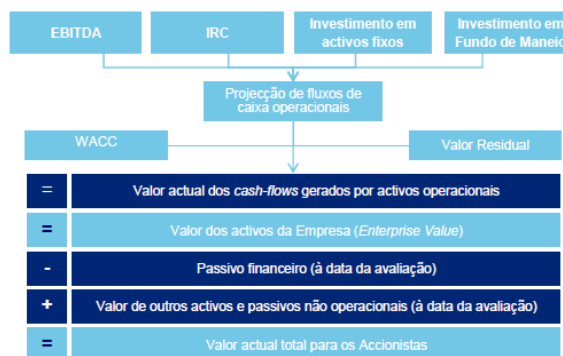
E(CFt) = Fluxo de caixa previsto no período

r = Taxa de desconto que reflete o risco de fluxos de caixa estimados

n = Vida do ativo em número de anos

(Damodaran, 2007, pp. 6-7)

A referida metodologia baseia-se no princípio de que o valor do negócio (*Enterprise Value*) é determinado pela sua capacidade de geração de recursos financeiros no futuro que poderão ser distribuídos aos acionistas sem comprometer a estrutura financeira da Empresa. De uma forma resumida, o valor do negócio é calculado da seguinte forma:



9

Figura 4 - Método de *Discount Cash Flow*

Fonte: (Delloite, 2009)

⁹ IRC = Imposto sobre rendimento pessoas coletivas

WACC = Custo médio ponderado de capital

O método assenta ainda sobre os seguintes pressupostos:

Horizonte temporal

O horizonte temporal corresponde à duração dos negócios de cada uma das empresas analisadas.

Valor residual

O valor residual corresponde ao valor global estimado dos ativos líquidos operacionais, a partir do momento em que se considera a estabilização da sua rendibilidade. Este valor é determinado como sendo o valor atual de uma renda perpétua.

Taxa de atualização

A taxa de atualização corresponde, conceptualmente, ao custo de capital dos recursos (próprios e alheios) utilizados no financiamento das operações e determina-se com base na média ponderada das referidas fontes de capital.

Em termos práticos e como exemplo, o fluxo de caixa descontado é uma forma de calcular o valor de um bem de valor elevado ao longo do tempo. Por exemplo num contrato de leasing de um PC, é calculado somando o dinheiro inicial aos pagamentos de leasing mensais, mais o valor residual subtraindo-lhe o que ele teria custado a pronto pagamento, ajustando o valor de desconto dos fluxos de caixa (John, 1999, p. 60).

Existe um risco associado às avaliações, sendo este geralmente definido na avaliação do negócio como variância sobre algum valor ou valores previstos, tais como uma taxa de desconto e/ou fluxos periódicos/fluxos de caixa. Cada vez que existe uma avaliação do negócio em que o avaliador utiliza um modelo de fluxo de caixa descontado, ele ou ela deve prever essas variáveis, e raramente as estimativas estão sujeitas ao risco das variações (Michelson & Weaver, 2010, pp. 24-46).

Segundo José Carvalho das Neves o modelo de fluxo de caixa descontado é o "coração da avaliação". O modelo permite calcular o valor do ponto de vista mais importante para investidores - a probabilidade de receber benefícios futuros, e o valor desses benefícios. O DCF é amplamente utilizado e aceite: por avaliadores, analistas de valores mobiliários, pelos fabricantes, economistas, empresas e tribunais.

A avaliação da empresa está assente na criação de cenários e na elaboração de previsões de evolução das principais variáveis determinantes do valor da empresa, nomeadamente:

- Taxa de crescimento do volume de negócios;
- Duração de vida do ativo;
- Margem de contribuição em percentagem do volume de negócios conhecida por "margem de contribuição percentual";
- Custos fixos: custos de estrutura não dependentes do volume de negócios;
- Intensidade capitalista: nível de investimentos necessários, quer em ativos fixos, quer em necessidades de fundo de maneio, em relação ao volume de negócios;
- Custo de capital: derivado do mercado e do risco económico e financeiro da empresa;
- Estrutura financeira: que é função do financiamento adotado (Neves, 2002, pp. 229-231).

1.2 – Resultados diferentes na avaliação de uma empresa

Causas possíveis para resultados diferentes tendo por base os mesmos elementos contabilísticos

Nesta fase vamos tentar perceber como é possível a apresentação de valores de mercado muito díspares, quando são consequência de um processo de avaliação objetivo com base nos mesmos dados contabilísticos. Aswat Damodaran identifica os fatores que passaremos a referenciar nos tópicos seguintes.

Valor primeiro, avaliação depois: o nosso sentimento¹⁰ na avaliação (enquanto avaliadores)

É raro iniciar a avaliação de uma empresa a partir do zero. Com frequência, as opiniões enquanto avaliadores sobre determinada empresa são formadas antes de se começar a inserir números nos modelos que se utilizam, e não é de surpreender que as conclusões tendam a refletir esses sentimentos. A partir da análise das fontes de sentimento na avaliação, passaremos a considerar a opinião como subjetiva, e essa opinião manifestar-se-á na maioria dos processos.

Fontes do sentimento no processo de avaliação

O sentimento do avaliador na avaliação tem início com a escolha da empresa a ser avaliada. O primeiro impacto mostra-se sempre refletido numa primeira opinião do avaliador. A recolha de informação e a forma como a faz pode começar a estabelecer as bases do sentimento. Pode ser que tenha lido uma notícia no jornal (boa ou má) sobre a empresa ou ouvido um especialista que a considerou subestimada ou o contrário. Assim, o avaliador começa com a perceção sobre a empresa que está prestes a avaliar.

Manifestação do sentimento

Existem três maneiras do sentimento manifestar a sua influência:

- Inputs que se usam na avaliação: no processo o avaliador encontra constantemente bifurcações pelo caminho. São momentos em que os analistas têm de levantar hipóteses para seguir caminho, podendo estas hipóteses ser otimistas ou pessimistas. Por exemplo no atual momento económico português perante os investidores estrangeiros as empresas Portuguesas são subavaliadas;
- Remendo pós – avaliação: os analistas revêm as hipóteses após avaliação, na tentativa de chegar a um valor mais próximo daquele que esperavam inicialmente;
- Deixar o valor como está mas atribuir a diferença entre valor que se estima e aquele que os analistas acham correto em relação a um fator qualitativo (logo, não mensurável), como sinergias ou questões estratégicas.

¹⁰ No contexto deste trabalho designa-se por "sentimento" o conjunto de fatores subjetivos do avaliador que podem influenciar a avaliação, fatores esses que traduzem o seu envolvimento pessoal na avaliação e podem comprometer a fiabilidade e validade da mesma.

O que fazer para o avaliador evitar o sentimento

Os analistas são humanos e trazem à baila as suas perceções distorcidas. No entanto, existem formas de mitigar os seus efeitos sobre a avaliação, tais como:

- Reduzir pressões institucionais;
- Desvincular avaliações de recompensa /punição;
- Não se comprometer antes da avaliação final;
- Ter consciência;
- Ser honesto.

(Damodaran, 2007, pp. 1-10).

É apenas uma estimativa: imprecisão e incerteza na avaliação

Ao isolar um subconjunto muito pequeno de ativos, haverá sempre incertezas associadas às avaliações, e mesmo as melhores avaliações apresentam uma substancial margem de erro. Que fontes podemos indicar na origem das incertezas?

Fontes de incertezas

Uma dessas fontes está relacionada com a *incerteza na estimativa*. Mesmo que as fontes de informação sejam insuspeitas, os analistas têm de converter dados brutos em inputs e usá-los em modelos. Qualquer erro ou má avaliação feita num desses estágios do processo causará um erro de estimativa.

Um outro aspeto prende-se com a *incerteza específica da empresa*. O caminho que se vislumbra para uma empresa pode provar-se irrecuperavelmente errado. O desempenho da empresa pode ser muito melhor ou pior do que se esperava, e os lucros e os fluxos de caixa resultantes serem muito diferentes das estimativas.

Para além destas duas fontes, podemos mencionar a *incerteza macroeconómica*. Mesmo que uma empresa evolua exatamente de acordo com a expectativa, o ambiente macroeconómico pode mudar de maneira imprevisível. As taxas de juro podem subir ou cair, e a economia pode ir muito melhor ou pior do que se espera. Essas mudanças afetarão o valor (Damodaran, 2007, pp. 1-13).

O presente trabalho pretende, perante este dilema teórico, tendo por base duas avaliações efetuadas ao mesmo conjunto de empresas, identificar qual a causa da apresentação de valores tão díspares, usando as duas consultoras o mesmo método desconto de Cash Flow.

A problemática de partida pode sintetizar-se da seguinte forma: como é possível que o mesmo grupo empresarial, partindo dos mesmos dados financeiros, no mesmo período temporal, seja avaliado por duas das maiores consultoras mundiais, as quais apresentam valores de mercado, com diferenças superiores a 2.000.000€. Tendo por base a primeira parte do nosso estudo, nomeadamente conceitos de valores, métodos de avaliação, método de avaliação DCF e causas possíveis para resultados tão díspares, vamos passar agora para a segunda parte do trabalho que versará sobre metodologia e modelo de Investigação.

2 - Metodologia

2.1 – Objetivos e hipóteses de investigação

Os objetivos – traduzidos em questões de investigação – a que se pretende dar resposta com a análise do caso de estudo Grupo ETIC são:

- Questão 1: Porquê é possível perante os mesmos dados financeiros, o mesmo método de avaliação, um grupo de educação ser avaliado por duas consultoras de referência mundial, com resultados díspares em cerca de 2.000.000€?
- Questão 1.1: Como definem os avaliadores as variáveis e os parâmetros de natureza contabilística e financeira, incluídos nos métodos de avaliação utilizados?
- Questão 1.2: Terá o método de avaliação de *cash flows* uma permeabilidade de resultados tão grande, ou existiu algum erro no processo de avaliação?
- Questão 2: Continuará o método de avaliação *Discounted Cash Flow* a ser um método fiável?

Através de aplicação de entrevistas, esta investigação pretende responder também à questão seguinte:

- Questão 3: Quais as variáveis e os parâmetros nos métodos estimados, que podem sofrer alterações, que permitam resultados tão diferentes e quais as suas causas?

A partir destas questões formularam-se as seguintes hipóteses:

Hipótese 1: A causa/objetivo que origina a avaliação influencia o resultado da mesma.

Hipótese 2: As variáveis contabilísticas e financeiras publicadas nas contas anuais anteriores à avaliação são a razão de discrepância dos resultados entre diversas avaliações.

Hipótese 3: As variáveis contabilísticas e financeiras estimadas na criação de *cash flows* que venham a ser gerados pelas empresas são a razão de discrepância dos resultados das diversas avaliações.

Hipótese 4: O método de *Discounted cash flow* é um método pouco válido perante as incertezas atuais do mercado e é um motivo das discrepâncias das avaliações.

Hipótese 5: O “Sentimento” definido como o conjunto de fatores subjetivos do avaliador que podem influenciar o resultado da avaliação são um fator influenciador para determinar o valor da empresa.

Hipótese 6: As incertezas macroeconómicas atuais, bem como as incertezas específicas da empresa influenciam o resultado da avaliação.

Toda a investigação teve por base empresas PME's não cotadas em bolsa.

2.2 – Modelo de Investigação

Sendo o método de avaliação um conjunto de dois fatores - avaliação de dados financeiros e constituição de cenários futuros – propomo-nos analisar em qual dos fatores se podem verificar discrepâncias para que o resultado final seja muito diferente.

A avaliação de dados financeiros parte de suportes universais definidos, nomeadamente balanços e demonstrações de resultados dos anos anteriores. Pensamos que nesta fase não existem quaisquer dúvidas, nem margens para resultados díspares, já que não se podem alterar dados já publicados.

Já na constituição de cenários futuros, podemos verificar a existência de elementos de suporte em que podem existir previsões diferentes consoante o avaliador. Nesta parte da avaliação é necessário, por exemplo, prever resultados de vendas nos próximos anos, e embora o cliente esteja envolvido no processo, os dados do setor conhecidos podem modificar as opiniões de quem avalia.¹¹

Ainda dentro da constituição de cenários, podem existir causas económicas da Europa que não foram consideradas. Num cenário atual ninguém consegue prever se a Grécia continuará no Euro, bem como quais as consequências da sua eventual saída para os países como Portugal.

A triangulação metodológica foi concretizada através da utilização de vários métodos que implicaram técnicas diferenciadas como a observação, a entrevista, a análise documental, concorrendo de forma convergente com evidências para o estudo da realidade (Yin, 2010, p. 98).

Assim, atendendo à possibilidade de diversos cenários expectáveis, e de forma a poder dar resposta à nossa problemática - será possível que a mesma empresa, partindo dos mesmos dados, seja avaliada por valores completamente diferentes, na sequência de duas avaliações? - passaremos a explicar em detalhe a estratégia de investigação que no nosso caso de estudo tem por base cinco fases:

- Observação participativa;
- Análise documental;
- Replicação das avaliações;
- Comparação das 3 avaliações;
- Entrevistas.

¹¹ No exemplo em concreto, o caso em estudo, existem claras diferenças nos números de alunos das escolas nos anos criados em cenário, como veremos no capítulo 3, ponto “comparação das três avaliações”.

Observação Participativa

Na observação participativa todo o processo está assente na análise de um estudo de caso.

Segundo a investigação de Clara Pereira Coutinho & José Henrique Chaves da Universidade do Minho, na *Revista Portuguesa de Educação*:

“O estudo de Caso é uma investigação empírica (Yin, 1994) que se baseia no raciocínio indutivo (Bravo, 1998; Gomez, Flores & Jimenez, 1996) que depende fortemente do trabalho de campo (Punch, 1998), que não é experimental (Ponte, 1994), que se baseia em fontes de dados múltiplas e variadas (Yin, 1994). Tem sempre forte cariz descritivo apoiando-se em “descrições compactas” (thick description) do caso (Mertens, 1998: 161) o que não impede todavia que possam ter “um profundo alcance analítico, interrogando a situação, confrontando-a com outros casos já conhecidos ou com teorias existentes, ajudando a gerar novas teorias e novas questões para futura investigação” (Ponte, 1994: 4)” (Coutinho & Chaves, 2002, pp. 221-243)

O presente trabalho desenvolve-se numa perspetiva de análise qualitativa, sobretudo com recurso ao método de estudo de caso pois “o método do estudo de caso permite que os investigadores retenham as características holísticas e significativas dos eventos da vida real (...)” (Yin, 2010, p. 24)

Uma vez que estivemos presentes durante todo o processo, tivemos acesso a todos os documentos e participámos nos processos de avaliação, conseguindo obter todas as informações sobre as questões de investigação.

Análise Documental

A análise documental é relevante para todos os tópicos do estudo e essencial para corroborar e aumentar a evidência recolhida através de outras fontes. Partimos, no nosso caso de estudo, da análise dos relatórios de contas das empresas do grupo, da análise do documento de estratégia e evolução do Grupo ETIC para os próximos anos, bem como das avaliações efetuadas pelas consultoras.

Em cada uma das avaliações efetuadas pelas consultoras foram fornecidas informações acerca de objetivos e âmbito do trabalho, metodologia de avaliação, breve apresentação de cada escola do grupo (ETIC, IPA, Colégio Cesário Verde) e da produtora do Grupo (LOUCARTE), demonstrações financeiras históricas (balanço e demonstração de resultados), principais pressupostos de projeção, demonstrações financeiras previsionais, e por último, o resultado do estudo efetuado.

É nesta apresentação de resultado, entregue pelas consultoras, que se encontra o problema central, uma vez que, nesta fase do trabalho é apresentado o resultado final do grupo, sem existir qualquer explicação da matriz que nos permita entender o caminho seguido. Assim, tivemos de efetuar o caminho no sentido contrário, ou seja, partindo do resultado final construímos a base, de modo a que depois fosse possível identificar qual ou quais as diferenças que levam a resultados diferentes entre as avaliações efetuadas. Para nos ajudar a sintetizar a informação e de modo a preparar a mesma para as outras fases usámos o software Excel.

Replicação das Avaliações

Partindo dos dados existentes das consultoras, e com o intuito de verificar as grandes diferenças dos resultados das duas avaliações, bem como de perceber as suas causas replicámos o processo e efetuou-se uma nova avaliação tendo em conta os mesmos dados financeiros, temporais. Pôde, assim, criar-se com esta avaliação perspectivas futuras mais realistas devido à realidade dos dados financeiros, uma vez que usarmos dados que para as consultoras foram previstos e na nossa avaliação usamos dados reais nomeadamente os dados relativos aos anos de 2010, 2011 e 2012.¹²

Tendo em conta que as causas das duas avaliações anteriores eram diferentes - uma decorrente de um processo de litígio e outra por solicitação interna da empresa,- tentámos avaliar de forma mais imparcial possível, sendo ainda utilizados, dentro do possível, dados financeiros atualizados e não estimativas.

Comparação das três avaliações

Neste capítulo vamos analisar as principais diferenças encontradas nas três avaliações, com especial atenção para a previsão de número de alunos das escolas, resultados, proveitos operacionais, fornecimentos e serviços externos, custo com o pessoal, e valor final do grupo perante as três avaliações. Nesta análise usa-se o software Excel.

Entrevistas

Tendo como objetivo complementar os dados dos modelos anteriores, foram inquiridos analistas financeiros, empresários e professores universitários de modo a poder investigar se a situação de discrepância de resultados é caso comum no universo económico, académico, bem como inquirir sobre a relevância que estes atores dão às avaliações.

A entrevista permite o acesso a dados de difícil obtenção por meio de observação direta, tais como sentimentos, pensamentos e intenções. O propósito da entrevista é fazer com que o entrevistador se coloque dentro da perspectiva do entrevistado (Patton, 1990). A grande vantagem da entrevista sobre outras técnicas é que ela permite a captação imediata e corrente da informação desejada, praticamente com qualquer tipo de entrevistado e sobre os mais variados tópicos. A entrevista permite esclarecimentos e adaptações que a tornam eficaz na obtenção das informações desejadas. Como afirma (Bogdan, 1994, p. 134) a entrevista consiste numa conversa intencional (...) dirigida por uma das pessoas, com vista a obter informação sobre a outra”.

Neste sentido, através de uma amostragem em *snowball*¹³, seleccionámos elementos com relevância no processo de avaliações, pessoas que diretamente ou indiretamente utilizam ou realizam avaliações.

¹² Nota: O método usado para avaliação das escolas foi o método de DCF, no entanto para a produtora do grupo, foi usado o método patrimonial, sendo a principal razão a inoperacionalidade da mesma, não se prevendo que o valor esteja nos cash flows futuros que venha gerar.

¹³ Tipo de amostra intencional em que o investigador escolhe um grupo inicial de indivíduos e pede-lhes o nome de outros indivíduos pertencentes à mesma população. A amostra vai assim crescendo como uma bola de neve à medida que novos indivíduos são indicados ao investigador. É um tipo de amostragem

Através de um inquérito com perguntas semi -abertas e abertas, os resultados a obter deveriam indicar se os intervenientes utilizam avaliações, que métodos de avaliação, se consideram que as avaliações estão ou não sujeitas a dados subjetivos e se podemos inter-relacionar as causas de distinção de resultados.

O guião que serviu de base às entrevistas consta do Apêndice B do presente trabalho, tendo sido constituído de acordo com os objetivos do estudo que, relembramos, se centra na questão de saber porque é possível existirem duas avaliações ao mesmo conjunto de empresas com resultados díspares.

No guião, encontram-se definidos os objetivos gerais das entrevistas, constando na sua primeira parte os dados pessoais dos entrevistados, nomeadamente a idade, as qualificações académicas, o número de anos de experiência profissional em avaliação de empresas; a segunda parte inclui perguntas abertas elaboradas de acordo com os seguintes objetivos:

- Identificar a razoabilidade dos resultados do caso de estudo;
- Aferir a opinião sobre o modelo de DCF;
- Perceber a influência do sentimento no processo de avaliação;
- Perceber se a causa da avaliação poderá ter influência no processo;
- Identificar quais as principais incertezas no processo de avaliação;
- Identificar boas práticas;

Os entrevistados foram escolhidos devido à sua ligação a processos de avaliação, quer na ótica de avaliadores, quer na ótica de utilizadores. Outros fatores que tivemos em conta foram a antiguidade na função, tipo de empresa em que colaboram. A escolha foi feita por *porposeful sampling*¹⁴ denominação criada por Patton (1990) que significa que o critério de inclusão é definido em relação ao atributo do grupo de interesse.

Os inquiridos são, quer analistas que pertencem ao quadro de uma das quatro maiores consultoras mundiais, quer analistas especializados em microempresas, estando também representado o meio académico nacional e empresarial.

Foi dirigido um e-mail de apresentação do estudo - Apêndice C -, em que era solicitada uma entrevista. Indicava-se qual o objetivo da mesma, disponibilizando o guião, e garantindo o anonimato e confidencialidade quer da pessoa quer da empresa que representa, tentando desta forma que as pessoas fossem o mais naturais possível.

Nesta fase do trabalho utilizámos o software Excel para tratamento de dados das entrevistas e a ferramenta Nvivo para efetuar nuvens de termos e a frequência de palavras, obtendo desta forma uma lista hierarquizada de termos onde se tornavam visíveis as palavras mais usadas nas respostas.

bastante útil quando se pretende estudar pequenas população muito específica Fonte: <http://www.cpc.unc.edu/measure/training/materials/data-quality-portuguese/Amostragem.pdf>.

¹⁴ O fato de uma amostra ser pequena num estudo qualitativo não significa que a estratégia da seleção da amostra não possa ser aleatória, sem pretender que seja representativa. Este tipo de amostra pretende reduzir qualquer suspeição acerca da razão de determinados casos serem os selecionados para o estudo (PATTON, 2002).

3 - Apresentação e discussão dos Resultados

3.1 – Descrição do grupo empresarial do caso de estudo.

Da análise documental e da observação participativa resulta a descrição factual do grupo em causa.

Grupo ETIC - caracterização

O Grupo nasceu em 1991 com a criação da ETIC, um projeto de formação que pretendia colmatar a falta de profissionais na área da Imagem e da Comunicação em Portugal.

A aposta na criação de um Grupo vocacionado para a Educação que proporcionasse um percurso pedagógico alternativo e de referência nacional, levou ao alargamento da oferta, que hoje se traduz num conjunto de escolas - CESÁRIO VERDE, EPI, ETIC e IPA - que acomodam todos os ciclos de Ensino, da creche ao ensino superior.

O tema das indústrias criativas manteve-se central e ditou o enquadramento do Grupo, que se estabeleceu/desenvolveu com um propósito ambicioso: ser um Grupo de educação e de formação de referência, que oferece soluções formativas integradas e inovadoras na área das indústrias criativas, que proporciona condições pedagógicas, académicas, pessoais e materiais de excelência, que são essenciais para o desenvolvimento de competências-chave para a construção técnica e pessoal dos alunos, competências essas que, por sua vez, contribuem para a geração de novas mentalidades.

A aquisição de escolas e o investimento nas escolas, nos respetivos cursos e programas pedagógicos, a aquisição de ativos imobiliários e a criação de uma produtora especializada em pós-produção, permitem que hoje o Grupo se constitua numa plataforma de reconhecido valor e com grande potencial de crescimento.

O grupo tem aproximadamente 6 milhões Euros de proveitos, gerando 824 mil Euros de *Cash Flow*. A figura 5, que a seguir se apresenta, dá conta de alguns dados referentes à atividade das escolas:

▪ Principais números referentes à actividade da ETIC, IPA, SIBAR e LOUCARTE.

	2009 (*000 Euros)						
	ETIC-EPI	CITE(IPA)	LOUCARTE	SIBAR	Outras Empresas	Correcções Consolidação	TOTAL GRUPO (consolidado)
Prestações de Serviços	2.132	920	49	296	0	0	3.397
Outros Proveitos	2.411	18	304	0	145	-307	2.571
Custos (ex-impuestos)	4.513	936	349	287	85	-638	5.532
Resultado Antes Impostos	30	2	4	9	60	331	451
Cash-Flow	546	17	65	4	143	49	824
Passivo Total	4.849	210	48	3.209	1.307	932	10.556 ⁽¹⁾
Endividamento Bancário ⁽²⁾	3.333	22	0	3.200	216	0	6.772
Capitais Próprios	952	248	137	4.056	5.617	-8.152	2.858

Figura 5 - Principais dados referentes à atividade das escolas

Fonte: Grupo ETIC

O grupo tem uma faturação anual de cerca de 6.000.000€, e apresenta um Resultado antes de Imposto de 500.000€, para um endividamento bancário total (negócio mais edifícios) de cerca de 7.000.000€.

ETIC – Escola Técnica de Imagem e Comunicação

A ETIC – Escola Técnica de Imagem e Comunicação, Lda.- é uma escola técnica que disponibiliza cursos de carácter prático, orientados na sua maioria para estudantes que procuram uma rápida integração no mercado de trabalho.

A oferta está dividida em cursos técnicos, cuja duração é de aproximadamente de 2 anos, e especializações (cursos modulados por horas).

A ETIC foca o seu ensino, vocacionado para o mercado de trabalho, na Criatividade e na Tecnologia na área das indústrias criativas, orientando a formação técnica dos seus alunos para as necessidades dos profissionais e das empresas.

A escola recorre a formadores que são profissionais das áreas que ensinam, e às Tecnologias de Informação como suporte ao ensino.

Ao longo dos 20 anos de existência, formou técnicos de elevada capacidade, muitos deles hoje reconhecidos como grandes profissionais no sector.

A ETIC tem uma cultura de abertura, participação e integração, alimenta uma forte ligação à Cidade e aos seus eventos, participando regularmente em festivais e concursos, e expondo os seus trabalhos à comunidade e à crítica.

Atualmente oferece cursos de Televisão, Som & Música, Fotografia, Digital, Branding, Design e Jornalismo.

EPI – Escola Profissional de Imagem

Inserido na entidade ETIC, encontra-se a EPI, que desde 1993, ao abrigo de um contrato celebrado entre a ETIC e o Ministério da Educação, pertence ao Grupo de Educação. Os cursos lecionados pela EPI são subsidiados pelo Estado.

Ministrando cursos de carácter profissional, com duração de 3 anos, que conferem equivalência ao 12º ano e um certificado profissional de nível 4, a EPI é a porta para o mercado de trabalho e uma ponte para o ensino universitário e politécnico (superior).

A EPI posiciona-se como uma das melhores alternativas de entre as vias profissionalizantes do ensino secundário na área de imagem, som, comunicação, produção e artística, por ser uma escola com testemunhos dados, reconhecida no mercado, umas das mais antigas, com parcerias importantes e bem equipada.

Com uma abordagem pedagógica reforçada na metodologia de projeto, a EPI tem como objetivo formar indivíduos com competências profissionais alicerçadas na criatividade, no trabalho em equipa e no método, bem como o potenciar as suas valências pessoais, através de um ensino personalizado.

A EPI oferece ainda aos seus alunos a oportunidade de estágio integrado em empresas e instituições nacionais e internacionais.

Atualmente, a oferta formativa inclui cursos nas áreas de Animação, Design, Fotografia, Interpretação, Multimédia, Organização de Eventos, Produção e Tecnologias da Música, Som e Vídeo.

O CITE / IPA – Instituto Superior Autónomo de Estudos Politécnicos

A CITE (Cooperativa Universitária de Ensino Técnico e Científico) é a entidade que se dedica à organização e gestão do IPA (Instituto Superior Autónomo de Estudos Politécnicos), pertencente ao Grupo de Educação desde 2007.

O IPA é uma instituição de ensino superior privada, de natureza politécnica que, nos vários ciclos de estudos que ministra, oferece uma experiência de aprendizagem prática, interdisciplinar e colaborativa nas áreas das artes, das tecnologias e da inovação.

O racional de agregação da escola ao Grupo prende-se com a necessidade crescente de proporcionar aos alunos a obtenção de uma licenciatura partindo da formação de base que os cursos das outras escolas, ETIC e EPI, conferem.

O IPA oferece atualmente 6 cursos de licenciatura, nomeadamente Engenharia Civil e Mecânica, Produção Multimédia Interativa e Design, bem como Pós-graduações workshops, ciclos de conferências, ações de formação, e formações avançadas destinadas a profissionais das atividades lecionadas.

Nos últimos anos, foi tomada a decisão de descontinuar alguns cursos mais históricos, como o de Contabilidade e Informática, de forma a ir aproximando a oferta ao domínio de atuação do Grupo – as indústrias criativas.

Em 2011, o IPA obteve aprovação do Ministério da Educação para abrir mais 2 cursos, dentro da área das indústrias criativas: Computação Criativa e Design Sonoro.

O Colégio Cesário Verde

O Cesário Verde é um colégio privado, adquirido pelos Promotores em 2004, que centraliza a sua atividade no ensino de alunos desde o infantário ao 3º ciclo (9º ano).

Com a integração no grupo ETIC, o Cesário Verde passou por uma importante mudança, tendo sido objeto de uma profunda reestruturação interna, e adotou um Projeto Educativo que hoje permite afirmar um posicionamento mais inovador e distintivo no mercado.

Como colégio privado de ensino não confessional, tem uma vocação psicopedagógica experimental: explora diferentes temáticas no sentido em que as mesmas permitam desenvolver no aluno competências que impulsionem o conhecimento, a criatividade, um espírito empreendedor e uma inteligência inovadora e aberta a novos desafios.

O projeto, inovador e pioneiro em Portugal, resulta num esforço pedagógico que orienta para a aquisição de competências pessoais através da exploração de domínios relacionados com a Ciência e com a Arte, nas suas vertentes plásticas, musicais, dramáticas e culturais.

O objetivo é desenvolver em todos os alunos a criatividade, um espírito empreendedor e uma inteligência inovadora e aberta a novos desafios.

A empresa Loucarte

A LOUCARTE é uma empresa que presta serviços de produção em diversas áreas das indústrias criativas.

A LOUCARTE tem como atividade central a prestação de serviços de produção na área das indústrias criativas: filmes, programas de TV, eventos, sites multimédia e design. Esta empresa é um projeto embrionário dentro do Grupo, um formato de teste para uma ambição de prestação de serviços alavancada na capacidade técnica das escolas.

3.2. – Replicação do estudo das avaliações

Partindo dos mesmos dados contabilísticos que as duas consultoras utilizaram, efetuou-se uma nova avaliação, utilizando o mesmo método DCF e dados financeiros mais atualizados dado o momento em que procedemos à avaliação, procurando o máximo de dados reais. Como a avaliação foi efetuada dois anos após as outras duas, os anos de 2010, 2011 e 2012 lidaram com elementos contabilísticos reais, estimando-se unicamente os anos de 2013 e 2014.

Pressupostos Macroeconómicos

De modo a suportar todo o estudo, recorreremos às fontes disponíveis, nomeadamente ao Banco de Portugal, ao site da união europeia, bem como a dados utilizados pelas duas avaliações, de modo a ter como ponto de partida os mesmos pressupostos.

O quadro seguinte contém os principais indicadores económicos, a ter em conta num processo de avaliação.

Quadro 5 - Pressupostos da Avaliação

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dados Base						
Taxa de Inflação	2,5%	1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Taxa de Inflação Imobiliário			1,0%	1,2%	-2,3%	1,2%
Taxa de Rend. s/ Risco (OT's 10 anos) **	4,4%	4,5%	4,4%	4,8%		
Bunds 10Y	4,2%	4,0%	3,4%	3,8%		
Prémio de Mercado	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		
Lisbor a 6 Meses	4,3%	4,7%	2,2%	2,5%		
Euribor a 6 Meses	4,3%	1,5%	2,2%	2,5%		
Taxa de Juro Ativa (300 bps)	7,3%	4,5%	5,2%	5,5%		
Taxa de Juro Passiva	3,8%	4,2%	1,7%	2,0%		
Imposto de Selo	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%		
IRC	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
IVA	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
Câmbios						
Crescimento GDP Portugal	1,9%	0,6%	-0,5%	0,8%		
Crescimento GDP Zona Euro	2,6%	1,0%	-0,9%	0,9%		

Fonte: Banco de Portugal

Dados IMF	2009	2010	2011	2012	2013	2014
GDP Portugal	-2,50%	1,40%	1,50%	0,50%	0,08%	0,35%
Inflação Portugal	-0,90%	1,40%	2,40%	1,40%	1,50%	1,60%

Fonte: IMF World Economic Outlook (April 2012)

Todos os dados contidos no quadro são fundamentais para efeitos de cálculo da taxa de desconto a aplicar na avaliação de uma empresa. Em termos gerais a taxa de desconto terá de contar com o risco que o investidor terá em assumir uma operação de investimento. Com os dados económicos existentes e a credibilidade das fontes cabe ao investidor avaliar a taxa de retorno dos seus investimentos.

No caso do mercado Português teremos de ter em consideração a taxa de inflação, a taxa de crescimento espectável, a elevada carga fiscal, e as opções de investimento seguras que rondam os 4,7% a 5%. Na avaliação foi considerada uma taxa de desconto (WACC) de 12,75%.

Colaboradores

Na base da nossa avaliação foi tido em conta o seguinte número de colaboradores por escola, bem como o vencimento médio e o valor médio anual de colaborador por escola:

Quadro 6 - Mapa de dados de Colaboradores

Escola	Nº Funcionários a 31/12/2010	Vencimento médio	Valor médio anual
Cesário Verde	58	826 €	11 558 €
IPA	22	1 053 €	14 744 €
ETIC	70	993 €	14 713 €
Valores Médios	957 €	13 672 €

Fonte: Grupo ETIC

O quadro demonstra que o vencimento médio do grupo mensal é de 957€, e o vencimento médio anual é de 13.672€, sendo que valor médio do IPA é o mais elevado, e o do Colégio Verde o mais baixo. Este fator deve-se ao grau de especialização dos recursos que o ensino superior compreende.

Síntese da avaliação da ETIC

Neste capítulo apresentamos a síntese da avaliação da ETIC¹⁵, com os dados que consideramos mais relevantes. A avaliação completa pode ser visualizada no APÊNDICE A. O mapa de *cash flow* foi elaborado com base na informação factual recolhida. Um resumo da atividade projetada é apresentado como se segue:

Quadro 7 - Síntese da avaliação ETIC

Dados Operacionais	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
Ensino Profissional (EPI)	442 028	474 351	528 458	512 213	517 335	523 543
Taxa de Crescimento		7,30%	11,40%	-3,10%	1,00%	1,20%
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	10%	11%	13%	12%	12%	12%
Receita média por aluno (inc. subsídio)	6 753,40	5 998,20	5 382,50	5 598,20	5 612,60	5 679,90
Subsídios à Exploração	2 272 853	2 176 849	2 178 945	2 180 537	2 182 320	2 208 508
Taxa de Crescimento		-4,20%	0,10%	0,10%	0,10%	1,20%
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	52%	53%	52%	50%	50%	50%
Ensino Técnico e Especializações (ETIC)	1 690 000	1 487 336	1 499 914	1 669 664	1 686 361	1 706 597
Taxa de Crescimento		-12,00%	0,80%	11,30%	1,00%	1,20%
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	38%	36%	36%	38%	38%	38%
Receita média por aluno	3 346,50	3 045,70	3 114,00	3 120,90	3 152,10	3 189,90
Total de Prestação de Serviços	2 132 028	1 961 687	2 028 373	2 181 877	2 203 695	2 230 140
Taxa de Crescimento		-8,00%	3,40%	7,60%	1,00%	1,20%
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	48%	47%	48%	50%	50%	50%
Prestação Serv. + Subs. Exploração	4 404 881	4 138 536	4 207 318	4 362 413	4 386 016	4 438 648
Taxa de Crescimento		-6,00%	1,70%	3,70%	0,50%	1,20%

¹⁵ A empresa ETIC foi avaliada pelo conjunto das escolas ETIC e EPI

								Year-End December
DCF (in €)	Calculation	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	Perpet.
<u>Free Cash Flows</u>								
EBIT		124.318	267.410	517.477	607.100	639.995	658.706	675.174
Depreciation		347.221	130.143	130.143	130.143	106.441	96.687	96.687
Working Capital Investment		4.218.385	-188.101	-7.136	699	1.462	2.660	2.660
Capex		-178.235	0	0	0	0	0	-96.687
<hr/>								
Free Cash Flow	Annual	4.511.689	209.452	640.485	737.943	747.898	758.053	677.834
<hr/>								
Discount Factor		0,761	0,872	1	1,128	1,271	1,433	
<hr/>								
Present value of annual cash flows		0	240.070	640.485	654.472	588.274	528.818	
<hr/>								
Shareholders Value								2.412.049

Fonte: Elaboração própria a partir de matrizes financeiras

Em termos operacionais é possível verificar que existiu nas duas escolas um decréscimo de alunos em 2010, cenário que só se prevê recuperado, em estimativa, em 2014.

Em termos de faturação para os anos 2013 e 2014 prevemos uma taxa de crescimento médio de 0,85%.

Ao nível de receitas, a principal componente do ensino profissional, provém dos subsídios estatais (DREL), estimando-se que a partir de 2014 se irá verificar um aumento do subsídio médio por aluno, em linha com a inflação. Em termos do ensino Técnico as propinas assumem o total de receitas da escola, sendo expectável que em 2014 ascendam a 1.706.597€ com uma receita média anual por aluno a crescer à inflação. Estima-se que os proveitos provenientes de Workshops evoluam em linha com a inflação estimada.

Considerando os pressupostos descritos no APÊNDICE A- “Avaliação ETIC”, sintetizado no quadro supra, estima-se que o *cash flow* operacional da ETIC atinja 677.834€ no ano 2014, o que resulta no valor de 100% dos Capitais das escolas EPI e ETIC através do método DCF de **2.412.049€**.

Síntese da avaliação do IPA

Neste capítulo apresentamos a síntese da avaliação IPA com os dados que consideramos mais relevantes. A avaliação completa pode ser visualizada no APÊNDICE A.

Consideramos em termos operacionais um crescimento do IPA, nomeadamente devido às duas novas licenciaturas, bem como à formação avançada, com pós graduações e workshops, tendo uma taxa de crescimento em média de 7,5% nos dois anos estimados.

Quadro 8 - Síntese avaliação IPA

Dados Operacionais	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
Prestação de Serviços	919 861	811 497	789 676	880 431	942 078	1 018 799
Taxa de Crescimento		-11,80%	-2,70%	11,50%	7,00%	8,10%
Total de Proveitos Operacionais	934 367	818 916	796 900	888 493	950 711	1 028 145
Taxa de Crescimento		-12,40%	-2,70%	11,50%	7,00%	8,10%

								Year-End December
DCF (in €)	Calculation	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	Perpet.
<u>Free Cash Flows</u>								
EBIT		-11	-240.935	-195.493	-	109.882	-41.913	44.189
Depreciation		23.033	12.756	6.750	4.576	4.576	0	0
Working Capital Investment		17.094	-23.029	-1.669	4.274	2.894	3.637	3.637
Capex		-12.372	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	Annual	27.744	-251.208	-190.413	-	101.032	-34.443	47.826
Discount Factor		0,761	0,872	1	1,128	1,271	1,433	
Present value of annual cash flows		0	-287.930	-190.413	-89.604	-27.091	33.364	

Shareholders
Value

-273.745

Fonte: Elaboração própria a partir de matrizes financeiras

O total de Proveitos Operacionais registou um decréscimo no ano 2010 e 2011, fruto do encerramento dos cursos de Contabilidade e Informática, com a saída respetiva de alunos. Relativamente aos outros

curiosos e para os anos seguintes considerou-se um crescimento no número médio de alunos por turma, e para os novos cursos de Design, Produção Multimídia Interativa e as pós graduações de Fotografia e de Grafismo.

A receita média por aluno de matrículas, exames e candidaturas foi projetada em linha com a inflação estimada. Os Outros Proveitos, incluídos no total de prestações de serviços, incluem valores cobrados com multas, seguros escolares, certidões, diplomas, declarações entre outros.

Com base nos pressupostos descritos no APÊNDICE A – “Avaliação IPA”, sintetizados no quadro supra, estima-se que o IPA liberte anualmente no ano de 2014, um *cash flow* operacional de cerca de 48.931€. No entanto, e devido às recorrentes necessidades de CAPEX ¹⁶, o valor de *Free Cash Flows* é residual, não compensando os *Cash Flows* negativos do período explícito.

Mesmo tendo em conta o crescimento de alunos, o valor do IPA é negativo em **-273.745€**.

Síntese da avaliação Colégio do Cesário Verde

Neste capítulo apresentamos a síntese da avaliação do Colégio Cesário Verde, com os dados que consideramos mais relevantes. A avaliação completa pode ser visualizada no APÊNDICE A.

A mudança de instalações vai permitir em termos operacionais um crescimento do colégio, quer em número de alunos, quer em receita.

Quadro 9 - Síntese avaliação Cesário Verde

Dados Operacionais	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
Prestação de Serviços	1 359 215	1 308 559	1 227 113	1 317 018	1 711 355	2 059 172
Taxa de Crescimento		-3,70%	-6,20%	7,30%	29,90%	20,30%
Total de Alunos (média)	350	327	303	321	411	487
Total de Alunos (ano letivo)	335	310	289	384	464	534
Variação de novos alunos		-25	-21	95	80	70
Total de Proveitos Operacionais	1 362 986	1 312 186	1 240 125	1 340 097	1 735 052	2 084 036
Taxa de Crescimento		-3,70%	-5,50%	8,10%	29,50%	20,10%
Receita média aluno	3 890	4 017	4 093	4 179	4 225	4 276

Fonte: Elaboração própria a partir de matrizes financeiras

¹⁶ CAPEX, ou gastos em capital são despesas que produzem benefícios ao longo de um período futuro longo (superior a um ano). O capex ocorre quando uma empresa compra ativos (imobilizado) ou investe em ativos já existentes que possuam uma vida útil superior ao exercício em que ocorre a compra ou investimento. O capex é usado pela empresa para adquirir ou melhorar ativos físicos tais como instalações, equipamento, veículos e outro tipo de ativos que possuem vidas e usos que não se esgotam no exercício em que são adquiridos e que, portanto, estão sujeitos a um reconhecimento do respetivo custo ao longo de vários exercícios, via amortizações. - Fonte: <http://www.thinkfn.com/wikibolsa/Capex#sthash.SP6p7jSl.dpuf>

								Year-End December
DCF (in €)	Calculation	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	Perpet.
<u>Free Cash Flows</u>								
EBIT		66.220	48.949	-	-	-22.946	162.099	166.151
Depreciation		23.448	46.975	36.124	34.179	32.234	30.289	30.289
Working Capital Investment		-19.796	-123.870	-1.421	5.970	21.633	20.902	20.902
Capex		-238.560	0	-70.000	0	0	0	-30.289
<hr/>								
Free Cash Flow	Annual	-168.688	-27.946	-	-	30.921	213.290	187.054
<hr/>								
Discount Factor		0,761	0,872	1	1,128	1,271	1,433	
<hr/>								
Present value of annual cash flows		0	-32.031	-	-	24.321	148.791	
<hr/>								
Shareholders Value							-175.973	

Fonte: Elaboração própria a partir de matrizes financeiras

O total dos proveitos operacionais é similar nos primeiros anos, sendo que em 2013, com a mudança de instalações do colégio existe uma previsão para aumento significativo do número de alunos com influência clara na subida dos proveitos operacionais.

Os proveitos registados com mensalidades e outras atividades foram projetados em linha com a inflação estimada. Relativamente a receitas com matrículas e atividades estas foram igualmente projetadas em função da inflação, considerando-se no entanto que só apenas a partir de 2013 a receita média por aluno será atualizada. As atividades extracurriculares dizem respeito maioritariamente às atividades de Natação e receitas do refeitório. As outras atividades contemplam maioritariamente proveitos com prestações de serviços acessórios, transporte e bar.

Considerando-se os pressupostos descritos no APÊNDICE A- “ Avaliação Colégio Cesário Verde”, e sintetizados no quadro supra, estima-se que o *cash flow* de 187.054€ para o último ano estimado. No entanto, e apesar do crescimento do número de alunos, o seu valor é negativo em **175.973€**, devido na sua essência à dívida que possui nos saldos entre contas do grupo (571.000€) em despesas de funcionamento e investimento.

Avaliação da Loucarte

A avaliação da Loucarte foi realizada pelo método patrimonial descrito no ponto deste trabalho *Principais Métodos de Avaliação*, uma vez que se considera ser uma atividade, que não irá evoluir para que o seu valor esteja nos *cash flows* futuros, mas sim na atual situação patrimonial.

Utilizando a fórmula descrita no método conseguimos chegar ao valor de avaliação da Loucarte que apresentamos no Quadro 7:

Quadro 10 - Avaliação Loucarte

Capitais Próprios	- 80 000,00 €
Ajustamento aos Capitais Próprios	- 134 000,00 €
Equity value	- 214 000,00 €

Fonte: elaborado pelo próprio

Através do método patrimonial é possível chegar ao valor negativo de **-214.000€**.

Valor Grupo resultante da Avaliação.

Do resultado da nossa avaliação, chegamos ao valor do grupo no total de **1.748.330,68€**, sendo que o valor positivo das escolas ETIC e EPI, suporta o resultado negativo das outras escolas bem como o da produtora, como se pode verificar no Quadro 8 que a seguir se apresenta:

Quadro 11 - Quadro resumo avaliação grupo

Valor Grupo	
ETIC	2 412 048,97 €
IPA	-273 744,83 €
Cv	-175 973,46 €
Loucarte	-214 000,00 €
Total	1 748 330,68 €

Fonte: Elaboração própria

3.3 - Comparação das três Avaliações

Para análise, e de modo a conseguirmos verificar as diferenças entre avaliações usámos como padrão o desvio médio, tendo como base a seguinte definição: “Em estatística, o desvio médio é uma medida da dispersão de uma amostra de dados em relação à sua média. Esta medida representa a média das distâncias entre cada elemento da amostra e seu valor médio” (Reina, 2013)

Importa destacar que o valor do grupo só tem em conta o valor do negócio operacional das escolas, a parte que diz respeito ao imobiliário não foi contemplada em nenhuma das três avaliações.

Resumo de Valores do grupo

O resultado das avaliações apresentam um desvio médio de cerca **722.593€**, e uma taxa de desvio médio a rondar os 40%, fato que pode ser visualizado no quadro 9.

Quadro 12 - Resumo de valores de grupo

Valor Grupo ETIC- Atribuído pela Consultora A		Valor Grupo ETIC – Atribuído pela Consultora B		Valor Grupo ETIC – Atribuído através do próprio –C	
ETIC	0,00 €	ETIC	1 915 999,00 €	ETIC	2 412 048,97 €
Cite	0,00 €	Cite	-23 000,00 €	Cite	-273 744,83 €
Cv	0,00 €	Cv	-927 000,00 €	Cv	-175 973,46 €
Loucarte		Loucarte	-213 000,00 €	Loucarte	-213 000,00 €
Total	2 877 000,00 €	Total	752 999,00 €	Total	1 749 330,68 €

Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
1 793 109,89 €	722 593€	40%

Fonte: Consultoras em causa e o próprio

Partindo dos valores finais das três avaliações, vamos estudar de seguida, quais as grandes diferenças que existiram por base nas avaliações, nomeadamente comparar as seguintes rubricas reais e estimadas: número de alunos das escolas, resultados, proveitos, fornecimentos e serviços externos, custo com pessoal e investimento.

É fácil observar a partir do quadro 13 (cf página 39 deste trabalho) que existem estimativas de crescimento muito diferentes nomeadamente para o Colégio Cesário Verde.

Nos capítulos seguinte iremos especificar as principais diferenças encontradas.

Comparação de valores do número de alunos das escolas

No quadro 13 seguinte sintetiza-se a diferença de alunos estimada nas três avaliações. Podemos observar que na escola EPI existe um desvio médio de alunos de 19 e uma taxa de desvio médio de 4%. Quanto à escola ETIC o desvio médio é de 14 alunos e a taxa de desvio médio situa-se nos 3%. No que diz respeito ao IPA o valor do desvio médio é de 20, com taxa de desvio médio de 8%. Por fim o colégio Cesário Verde apresenta um desvio médio de previsão de 93 alunos e a taxa de desvio médio atinge os 26%. Em conclusão podemos, por conseguinte, afirmar que existiram diferentes previsões de

crescimento de alunos nas três avaliações e que é de esperar que este seja responsável por parte das diferenças verificadas.

Quadro 13 - Comparação de número de alunos das escolas

Nº alunos	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Média de Alunos	Crescimento alunos 2009-2014	Média Alunos das Propostas	Desvio Médio	% Desvio Médio
EPI-A		450	433	443	448	480	490	524	535	475	92	461	19	4%
EPI - B	418	408	393	402	424	459	459	459	459	433	57			
EPI- C				406	514	481	481	481	481	474	75			
ETIC- A		565	488	499	509	519	530	540	551	525	52	510	14	3%
ETIC – B	526	540	541	505	469	425	478	478	478	489	-27			
ETIC – C				505	455	535	535	535	535	517	30			
IPA - A		263	285	281	281	281	289	306	306	287	25	257	20	8%
IPA - B	307	263	238	269	219	209	211	226	244	235	-25			
IPA - C				238	210	240	250	274	280	249	42			
cv - A		418	458	442	481	490	499	509	519	477	77	362	93	26%
cv - B	250	257	252	221	199	210	216	215	215	223	-6			
cv - C				335	310	289	384	464	534	386	199			

Fonte: Elaborado pelo Próprio

Comparação de valores da ETIC

O quadro 14 seguinte, apresenta a comparação das grandes rubricas da escola etic. Podemos verificar que existem grandes discrepâncias em alguns valores, nomeadamente em relação:

- à EBIT – com a avaliação C, sendo esta a mais otimista e A a mais pessimista, é possível verificar que o desvio médio é de 158.520€, e a taxa de desvio médio é de cerca de 35%;

- nos proveitos operacionais o desvio médio é de 289.030€ e a taxa de desvio médio é de 6,05%;

- na rubrica Fornecimento e Serviços Externos, existe um desvio médio de 646.855€, e a taxa de desvio médio é de 27, 47%;

- quanto aos custos com o pessoal, o desvio é de 51.854€, e taxa de desvio médio é de 3,70%;

- em termos de investimento CAPEX o desvio é de 85.951€ com taxa de desvio médio de 36,87%.

Quadro 14 - Comparação de valores ETIC

Demonstração de Resultados	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
EBITDA-A	471541	315436	431910	516060	522491	529978	674124	96097	14,26%
EBITDA-B	370000	528000	619000	623000	730000	737000			
EBITDA-C	471539	397554	647620	737243	746436	755393			
EBIT-A	124319	57825	123733	257963	222582	215683	453463	158520	34,96%
EBIT-B	23000	135000	371000	404000	530000	486000			
EBIT-C	124318	267410	517477	607100	639995	658706			
RL-A									
RL-B	18490	115572	-79538	21501	-32450	-60036			
RL-C	18440	22698	222690	319507	369286	405079			

Proveitos Operacionais	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
PrServ.							4774456	289030	6,05%
+Subs.ExpA		4399000	4658000	4785000	5065000	5208000			
PrServ.									
+Subs.ExpB		4472386	4401747	4595332	4621264	4676719			
PrServ.									
+Subs.ExpC		4138536	4207318	4362413	4386016	4438648			
TaxadeCrescimentoA		1,5%	-1,6%	4,4%	0,6%	1,2%			
TaxadeCrescimentoB		1,5%	-1,6%	4,4%	0,6%	1,2%			
TaxadeCrescimentoC		-6,0%	1,7%	3,7%	0,5%	1,2%			

FSE	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
FSE-A	2500000	2606000	2740000	2825000	2956000	3051000	2355036	646855	27,47%
FSE-B	2258683	2663445	2476036	2594306	2599380	2629355			
FSE-C	2258663	1518778	1276680	1366336	1374662	1384754			

Custos com o Pessoal	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
	-	-	-	-	-	-	-		
RH-A	1562000	1190000	1221000	1256000	1294000	1333000	1399998	51854	3,70%
RH-B	1472090	1370259	1370259	1359152	1372743	1389216			
RH-C	1472113	1455360	1445797	1445797	1460255	1477778			

CAPEX	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
CAPEX-A	-	242000	266000	271000	276000	282000	233090	85951	36,87%
CAPEX-B	178234	300000	303600	306332	309396	313108			
CAPEX-C	178235	100000	101000	102212	103132	104163			

Fonte: Elaborado pelo Próprio

Comparação dos valores do IPA

O quadro 15 da página seguinte, apresenta a comparação das grandes rubricas do instituto IPA. Podemos afirmar que também aqui existem grandes discrepâncias em alguns valores, nomeadamente em relação:

- à EBIT – com a avaliação C, sendo esta, como já referimos, a mais otimista e B a mais pessimista, é possível verificar que o desvio médio é de 18.014€, e a taxa de desvio médio é de cerca de 105%;
- nos proveitos operacionais o desvio médio é de 452.324€ e a taxa de desvio médio é de 133%;
- na rubrica Fornecimento e Serviços Externos, existe um desvio médio de 49.316€, e a taxa de desvio médio é de 10%;
- quanto aos custos com o pessoal, o desvio é de 39.341€, e taxa de desvio médio é de 10%;
- em termos de investimento CAPEX o desvio é de 15.640€ com taxa de desvio médio de 100%.

Quadro15- Comparação de Valores IPA

Demonstração de Resultados	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
EBITDA–A	23022	-51454	-62995	-54639	-17986	26404	56531	28313	50%
EBITDA–B	-41000	-61000	60000	72000	102000	99000			
EBITDA–C	23022	-228179	-188743	-105306	-37337	44189			
EBIT–A	-11	-77112	-77290	-66013	-33228	7248	17169	18014	105%
EBIT–B	-148	34	39	47	72	69			
EBIT–C	-23033	-12756	-6750	-4576	-4576	44189			
RL–A									
RL–B	851	-80902	-87665	-84249	-59731	-25166			
RL–C	851	-241353	-205715	-129843	-69612	13036			

Proveitos Operacionais	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
Prestação Serv. + Subs. Exploração A	926	908	929	974	1050	1071	340314	452324	133%
Prestação Serv. + Subs. Exploração B	920	908	929	974	1050	1071			
Prestação Serv. + Subs. Exploração C	919861	811497	789676	880431	942078	1018799			
Taxa de Crescimento A	181%	-2%	2%	5%	8%	2%			
Taxa de Crescimento B	12%	-15%	-7%	2%	8%	9%			
Taxa de Crescimento C	-12%	-3%	11%	7%	8%	0%			

Custos com o Pessoal	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
RH-A	-298000	-303000	-312000	-321000	-330000	-340000	399012	39341	10%
RH-B	-436033	-399430	-419073	-419073	-423264	-428343			
RH-C	-436033	-524999	-419415	-419415	-423609	-428692			

CAPEX	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
CAPEX–A	-	29	30	30	31	31	15671	15640	100%
CAPEX–B	12372	30000	30360	30633	30940	31311			
CAPEX–C	12372	-	-	-	-	-			

Fornecimentos e Serviços Externos	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
FSE-A	-514000	-381000	-391000	-410000	-441000	-450000	-473979	49316	-10%
FSE-B	-456951	-437365	-374962	-380526	-400178	-423983			
FSE-C	-456952	-515929	-560181	-567837	-557551	-547953			

Fonte: Elaborado pelo Próprio

Comparação dos valores do Colégio Cesário Verde

O quadro 16 apresenta a comparação das grandes rubricas do colégio Cesário Verde. Podemos verificar a evidência de grandes discrepâncias em alguns valores, nomeadamente no que diz respeito:

- à EBIT – com a avaliação C, sendo C a mais otimista e B a mais pessimista, é possível verificar que o desvio médio é de 68.751€, e a taxa de desvio médio é de cerca de 117%;
- nos proveitos operacionais o desvio médio é de 755.675€ e a taxa de desvio médio é de 22%;
- na rubrica Fornecimento e Serviços Externos, existe um desvio médio de 273.612€, e a taxa de desvio médio é de 67%;
- quanto aos custos com o pessoal, o desvio é de 440.043€, e taxa de desvio médio é de 67%;
- em termos de investimento CAPEX o desvio é de 6€ com taxa de desvio médio de 100%.

Quadro16 – Comparação de valores Cesário Verde

Demonstração de Resultados	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
EBITDA-A	89671	22784	-4799	36916	47710	48283	80240	74765	93%
EBITDA-B	45	82	75	67	59	50			
EBITDA-C	89668	95924	-70540	-239511	9288	192388			
EBIT-A	66223	-10286	-37948	3671	14347	14778	58972	68751	117%
EBIT-B	10	57	49	54	50	40			
EBIT-C	66220	48949	-106664	-273690	-22946	162099			
RL-A									
RL-B	47212	-32064	-66653	-33365	-29776	-33977			
RL-C	47474	8472	-143504	-311306	-39369	148282			

Proveitos Operacionais	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
PrestaçãoServiçoA	1406	1464	1492	1520	1551	1582	3405282	755675	22%
PrestaçãoServiçoB	1362986	1280281	1245448	1301564	1328585	1344528			
PrestaçãoServiçoC	1359215	1308559	1227113	1317018	1711355	2059172			
TaxadeCrescimentoA	-7%	4%	2%	2%	2%	2%			
TaxadeCrescimentoB	-7%	-6%	-3%	5%	2%	1%			
TaxadeCrescimentoC	0%	-4%	-6%	7%	30%	20%			

Fornecimentos e Serviços Externos	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
FSE-A	414	417	426	434	443	452	-406750	273612	67%
FSE-B	411276	384682	-378003	-391484	-398748	-403533			
FSE-C	411279	383894	-446381	-682639	-753310	-817168			

Custos como Pessoal	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
RH-A	896	904	928	955	984	1013	-659052	440043	67%
RH-B	827918	850495	-850495	-850495	-859000	-869308			
RH-C	827919	865854	-886227	-911693	-997973	-1108861			

CAPEX	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
CAPEX-A	-	1023856	11	11	11	11	6	6	100%
CAPEX-B	-	0	-	-	-	-			
CAPEX-C	-	0	-	-	-	-			

Fonte: Própria

Em modo de conclusão, relativamente às diferenças de valores vertidas nas três avaliações efetuadas ao Grupo ETIC, poderemos afirmar que a avaliação da consultora A foi a mais otimista, a da consultora B a mais pessimista, ficando a nossa avaliação num nível intermédio. Na prática a consultora A avaliou o grupo ETIC no valor de **2.877.000,00€**, a consultora B avaliou o grupo ETIC num valor de **752.999,00€**. A nossa avaliação, por seu lado, atribuiu o valor de **1.749.330,68€**, o que implica um desvio médio entre valores de 40%, o que se traduz numa oscilação de valores no montante de **722.593€**.

As diferenças estão sustentadas nas seguintes expectativas de crescimento, ao longo dos 4 anos estimados: para a Escola Profissional (EPI), a consultora A prevê um crescimento de 96 alunos neste período, o que na prática reflete um incremento de 4 Turmas, face à previsão da consultora B com um crescimento estimado de 57 alunos, cerca de 2 turmas. A avaliação C prevê um crescimento de 75 alunos, na prática 3 turmas.

No que se refere à Escola técnica (ETIC), a consultora A prevê um crescimento no período estimado de 52 alunos com um crescimento de cerca de 3 turmas, a consultora B prevê um crescimento negativo de -27 alunos, cerca de 2 turmas, e a avaliação C, prevê um crescimento de 30 alunos, cerca de 2 turmas.

Quanto ao Ensino Superior (IPA), os cenários de crescimento para os 4 anos refletem-se nas seguintes evoluções: a consultora A prevê um crescimento de 25 alunos ou seja 1 turma, a consultora B um crescimento negativo de 25 alunos, menos uma turma e a avaliação C um crescimento de 42 alunos, cerca de 2 turmas.

Quanto ao Colégio (CV), também existiram divergências quanto aos cenários de crescimento no período em causa. Assim, a consultora A prevê um crescimento de 77 alunos, cerca de 3 turmas, a consultora B um crescimento negativo de 6 alunos, e a avaliação C um crescimento de 199 alunos, o que na prática se traduz em 8 turmas.¹⁷

Estas estimativas são a principal razão de divergência de valores atribuídos ao grupo de educação ETIC pelas três consultoras, pois as expectativas de crescimento do mercado de educação foram díspares nas três avaliações, sendo que o número de alunos expectável influencia diretamente as provisões de receitas do grupo, bem como custos de pessoal, fornecimentos e serviços externos e Investimento.

No caso da ETIC, as principais diferenças nas avaliações efetuadas verificaram-se nas rubricas de Fornecimento e Serviços Externos, tendo como base o número de horas de lecionação por professores externos. O desvio médio entre as 3 avaliações é de 27,47% o que na prática reflete um valor de 646.855,00€.

Outra rubrica com diferenças significativas é a de investimento – CAPEX, com oscilações de valor médio de 36,87%, representando diferenças médias de 8.5951,00€.

No caso do IPA, as grandes diferenças verificaram-se nas rubricas de resultados, no EBITDA. A oscilação tendo por base o valor médio é de 50%, o que se traduz no valor

¹⁷ A avaliação C teve em conta uma mudança de instalações que permite este crescimento sustentado. As consultoras não tiveram em conta este cenário dado que não era hipótese na altura em que as avaliações foram efetuadas.

de 28.313€. A rubrica Capex, cujo valor médio de diferença entre as 3 avaliações é de 100%, traduz-se no valor de 15.640€.

No colégio Cesário Verde, as diferenças significativas verificam-se nas rubricas, EBITDA com uma diferença de valor médio de 93%, com valor de 74.765,00€, e na de Recursos Humanos com oscilações de 67%, e, finalmente, na de Investimento com oscilação de 100%.

Em suma, as estimativas de crescimento em termos de alunos e turmas, foram diferentes nas 3 avaliações efetuadas, o que na prática afetou todas as outras rubricas, sendo que o investimento foi a rubrica geral que mais oscilações apresentou em todo o processo.

3.4 – Das entrevistas

Como foi referido no capítulo da metodologia e com o intuito de investigar porque duas avaliações da mesma empresa, partindo dos mesmos elementos contabilísticos, podem dar resultados significativamente diferentes, inquirimos 8 especialistas que efetuam ou usam avaliações como ferramentas de trabalho.

As entrevistas realizadas tiveram, como foi referido na *Metodologia*, o objetivo de complementar os dados, tentando obter os pontos de vista (perceções e opiniões) de quem trabalha diariamente com avaliações.

A seleção de entidades e pessoas a entrevistar foi feita tendo em conta os objetivos específicos que nos propusemos atingir, tentando alargar o leque de entrevistados, passando por grandes empresas, até pessoas em nome individual, bem como por professores do mundo académico e empresários.

Através de uma análise de nuvem de termos (cf. Figura 6) e da consulta do número de vezes que uma palavra é usada, validámos as palavras que aparecem em maior proeminência e que portanto ocorrem com maior frequência:



Figura 6 – Nuvem de termos de palavras das entrevistas

Do conjunto das oito entrevistas efetuadas, e conforme podemos observar na figura 6, as palavras com mais relevo foram “Avaliação”, “Empresa”, “Valor”, “Muito” e “Avaliador”, o que vai de encontro com o tema em estudo.

As entrevistas foram efetuadas, tendo por base dois blocos de informação: o primeiro com dados sociodemográficos, e um segundo com questões de ordem técnica. Analisemos cada um deles.

Caracterização dos Dados Sociodemográficos

A análise dos dados sociodemográficos foi efetuada tendo em conta a recolha de dados das primeiras três perguntas do inquérito, tendo considerado as seguintes variáveis:

- Idade,
- Habilitações académicas,
- Número de anos em que executa avaliações.

O grupo de entrevistados é composto por oito indivíduos, todos do sexo masculino, com idades compreendidas entre os 28 e 53 anos, com a média de idades de 41 anos, como mostra a figura 7:

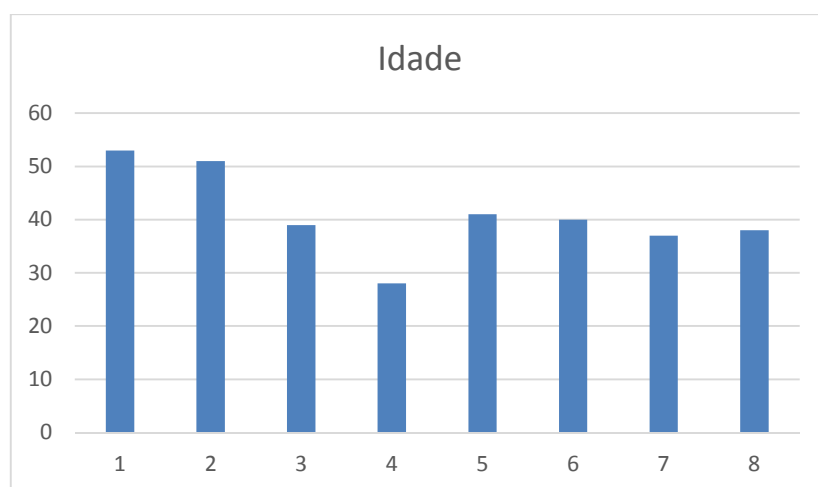


Figura 7 – Idades dos Entrevistados

Fonte: Entrevistas realizadas

No que se refere ao número de anos de experiência profissional, no campo de avaliações, do grupo de entrevistados sinalizámos uma pessoa que, apesar de não efetuar diretamente avaliações, está envolvida em muitos processos de aquisições, tendo as avaliações por base.

Como mostra a figura 8 temos o número mínimo de experiência é de 2 anos até um máximo de 25, o número médio de anos de experiência profissional é de 12 anos.

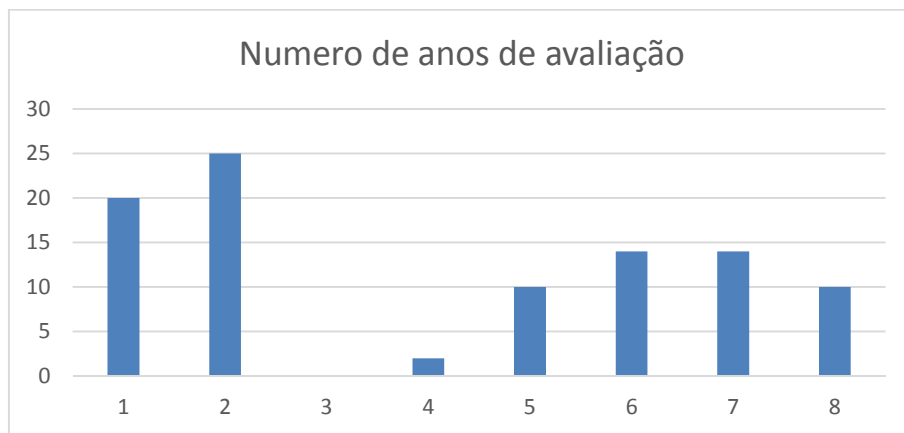


Figura 8 – Número de anos de avaliações dos entrevistados

Fonte: Entrevistas realizadas

No que se refere a habilitações académicas, 50% detêm um grau de licenciatura, 38% possuem pós-graduações, e 12% são titulares de um grau de mestre, como mostra a figura 9.

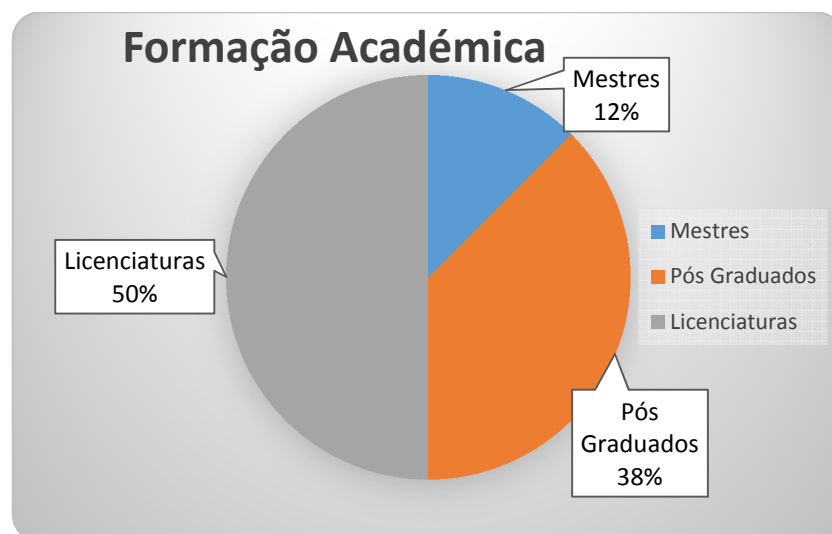


Figura 9- Figura com as formações académicas dos entrevistados

Fonte: Entrevistas realizadas

Perceção sobre resultados diferentes utilizando os mesmos dados e o mesmo método.

“Considera possível perante os mesmos dados contabilísticos de uma empresa existirem avaliações com resultados finais completamente diferentes, utilizando os avaliadores o mesmo método de avaliação?”

Através do gráfico podemos observar que a totalidade dos inquiridos respondeu afirmativamente, indicando como principais fatores:

- A divergência de pressupostos, a avaliação pode ter objetivos diferentes e
- A utilização do método DCF, uma vez que, o mesmo se baseia em perspetivas futuras de comportamento de fluxos de caixa da empresa (período explícito), nas taxas de crescimento previstas para os *cash flows* (período implícito), bem como no custo estimado para o capital próprio o que poderá originar dificuldades na obtenção de consenso.

Podemos visualizar na figura seguinte, quais os termos mais utilizados nesta questão, que reflete a com que são utilizados.



Figura 10 - Nuvem de termos sobre resultados diferentes de avaliações

Da análise desta nuvem de termos, poderemos concluir que as palavras de maior frequência são: “Empresas”, “Avaliações”, “Resultados”, “Diferentes”, “Pressupostos” o que como veremos mais adiante no trabalho, poderá logo indicar desde logo que os pressupostos podem ser uma das causas de avaliações com resultados diferentes.

Intervalos de diferença aceitáveis

“Em caso afirmativo qual o intervalo que considera credível para esta diferença?”

Como vimos atrás, os entrevistados estiveram de acordo na pergunta 1. No entanto, quando falámos de intervalos de diferença, as opiniões divergiram, sendo que metade achou normal que o intervalo oscilasse de 0 – 10%, um quarto no intervalo de 0 – 50%, 13% no intervalo 0-40%, e os restantes 12% no intervalo 0-20%.

Embora a maioria dos entrevistados tenha afirmado que as discrepâncias acima do intervalo 0-10% implicam a existência de pressupostos não ajustados à realidade, verifica-se que a atual realidade económica poderá dar azo a avaliações com valores muito diferentes, ainda que não incorretas.

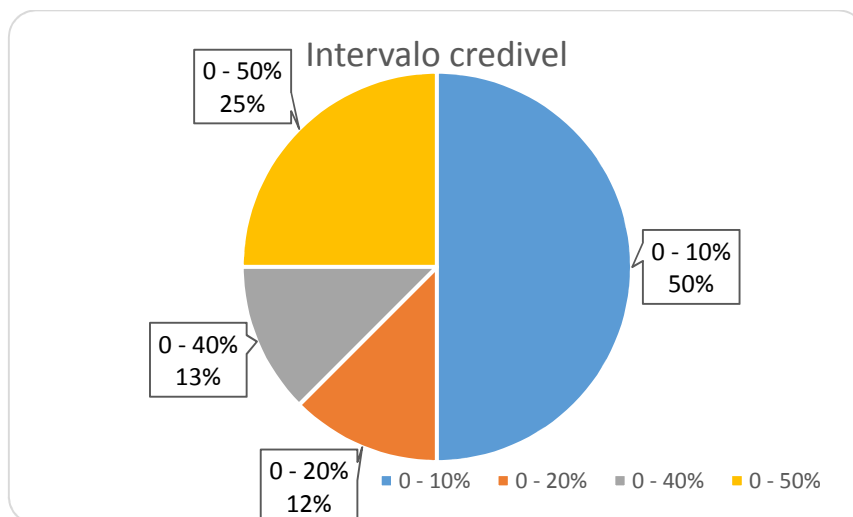


Figura 11 - Intervalos credíveis de diferenças de resultados

Fonte: Entrevistas realizadas

Existência de erros técnicos

“Perante duas avaliações com resultados finais três vezes superiores, acha que existiu algum erro técnico? Se sim, qual o mais comum?”

Nas respostas à pergunta 3, temos metade dos entrevistados a afirmar que a discrepância do valor final de avaliação pode estar dependente de um erro técnico e o restante número a constatar que a diferença tem por causa outros fatores.

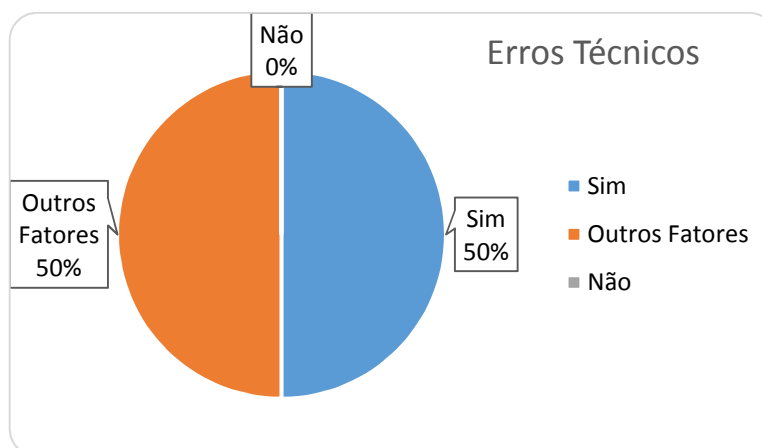


Figura 12 - Possibilidade de erros técnicos na origem de discrepância de valores

Fonte: Entrevistas realizadas

Dos entrevistados que afirmaram ser comum existirem erros técnicos, os principais enunciados foram:

- Erros de fórmulas nas folhas de cálculo;
- Cálculo da dívida líquida;
- Cálculo das taxas de perspetividade;
- O menosprezar das necessidades de Investimento capex e working capital¹⁸;
- Cálculo do valor residual.

Os que afirmaram que existem outros fatores, indicaram como principais os seguintes:

- Diferentes pressupostos;
- Perceções distintas que afetam o comportamento projetado da empresa;
- Períodos temporais distintos.

Podemos visualizar quais os termos mais utilizados nesta questão, que reflete a frequência dos mesmos.

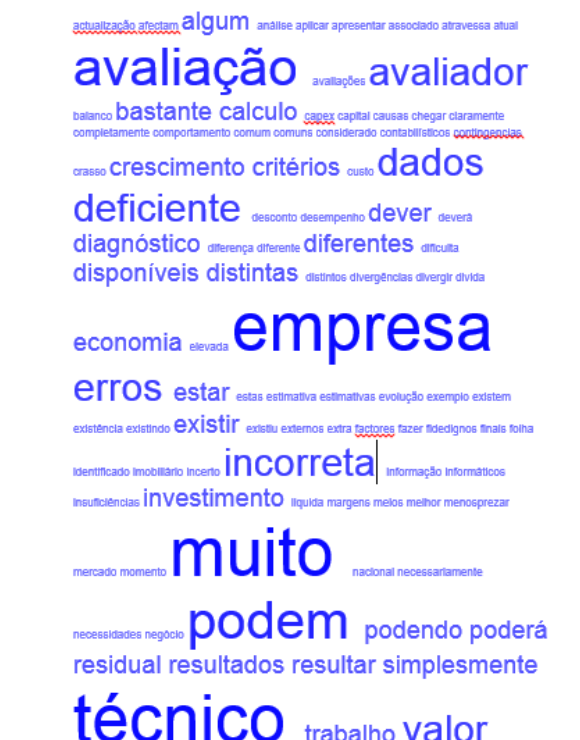


Figura 13 - Nuvem de termos - Possibilidade de erros técnicos na origem de discrepância de valores

Desta nuvem de termos, resulta que as palavras com maior frequência, são: “ Empresa”, “Muito”, “Técnico”, “Avaliação”, “Podem” e “ Avaliador”, palavras que, embora não estejam diretamente ligadas a erros técnicos na origem de valores, são palavras usadas na terminologia dos processos de avaliação.

¹⁸ Working capital - capital usada pelo negócio em suas atividades correntes, bens associados, rendas usadas como base para as despesas. – Fonte: <http://oque.dictionarist.com/working+capital>

Impacto da causa da avaliação na mesma

“Considera que a causa da avaliação pode ter algum impacto nos resultados? Nomeadamente se avaliação for de teor corporativo, bens de investimento ou situação de litígio?”

No que se refere ao impacto nos resultados da causa da avaliação, 75% das respostas afirmam que as mesmas podem influenciar os resultados e 25% afirmam que não (cf. à frente a Figura 14).

A maioria considera que o objetivo da avaliação pode influenciar o resultado, sendo que o processo, para ser independente e ético, deve apresentar no *disclamer*¹⁹ a causa da mesma. Com a causa identificada quem utilizar a avaliação como ferramenta de trabalho consegue identificar a finalidade da mesma.

A minoria, apesar de considerar que a causa não deve influenciar a avaliação, assume que esta última acaba inevitavelmente por revelar algum impacto.

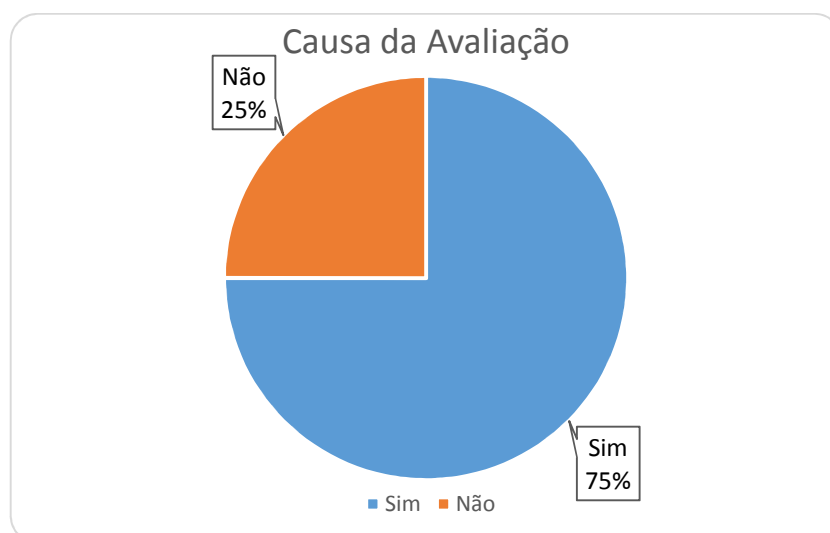


Figura 14 - Interferência da causa de avaliação no resultado

Fonte: Entrevistas realizadas

¹⁹ *Isenção de responsabilidade* Declaração escrita que isenta o autor de responsabilidade por perdas que atingem a terceiros, em função de erros, má avaliação ou omissões. Pode estar inserida em prospeto de lançamento de investimento. Pode revelar conflitos de interesses que, eventualmente, afetam recomendações contidas na declaração. Fonte: <http://www.investionario.com.br/glossario/d/disclaimer-definicao-conceito-o-que-e/>

Podemos agora visualizar quais os termos mais utilizados nesta questão, bem como a frequência dos mesmos.



Figura 17 - Nuvem de termos Influencia do ambiente e sentimento na avaliação

Através da nuvem de termos, que reflete a frequência das palavras mais usadas nas respostas desta questão, podemos observar que as palavras mais usadas foram: “Avaliação”, “Empresas”, “Muito”, “Avaliador”, “Sentimento”, “Valor”. Esta constatação leva a pensar que poderá existir uma relação direta entre as palavras Sentimento e Avaliação.

Fatores que influenciam a avaliação.

“Quais os fatores que considera mais influenciadores?”

Em termos gerais todos os fatores apresentados no conjunto da pergunta 6, descritos em baixo, influenciam as avaliações sendo que devem ser devidamente analisados e levados em conta na avaliação da empresa. Caberá ao avaliador verificar e validar qual será o real impacto e o peso de cada um deles na performance da empresa, de modo a serem incluídos no modelo de análise.

Embora não o tenhamos solicitado aos entrevistadores, podemos ordenar hierarquicamente por ordem de importância quais os fatores com maior relevo em termos de influência no processo de avaliação, com base nas opiniões dos entrevistados:

- Interlocutores;
- Clima da empresa;
- Opiniões e comunicação da empresa;
- Instalações e acessibilidades (mediante negocio da empresa);
- Comunicação da empresa.

Opiniões sobre a empresa

No que concerne ao item *opiniões da empresa*, 87% afirma que as mesmas são tidas em conta enquanto que 13% afirma que as mesmas não têm um peso significativo apesar de as terem em conta (Figura 18).

A maioria afirma ainda que o valor que se atribui a uma empresa tem em conta o grau de competitividade atribuído à empresa e aos seus produtos, para os quais contribuíram as opiniões formuladas pelo avaliador ou exteriores ao processo.

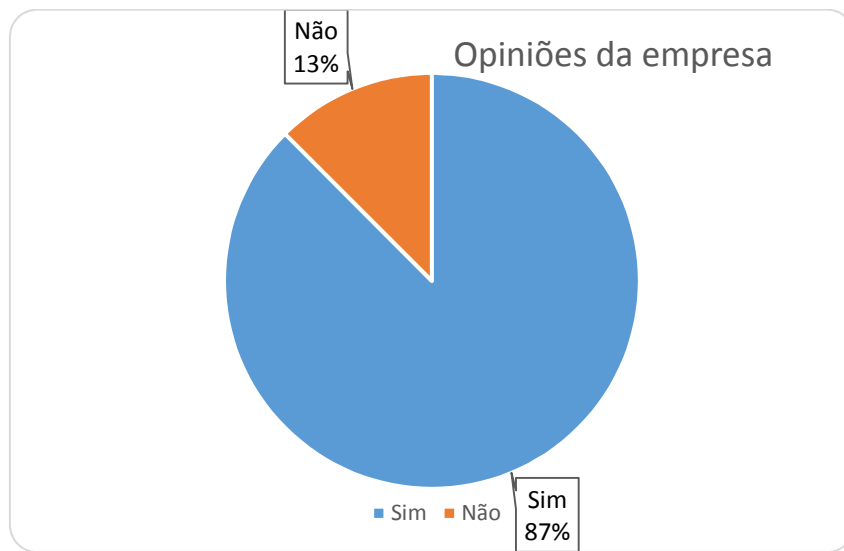


Figura 18 - Opiniões sobre a empresa

Fonte: Entrevistas realizadas

Notícias da empresa

As notícias associadas à empresa têm o mesmo peso 87%, e são fator predominante nas opiniões sobre a empresa, facto que se representa na Figura 19:

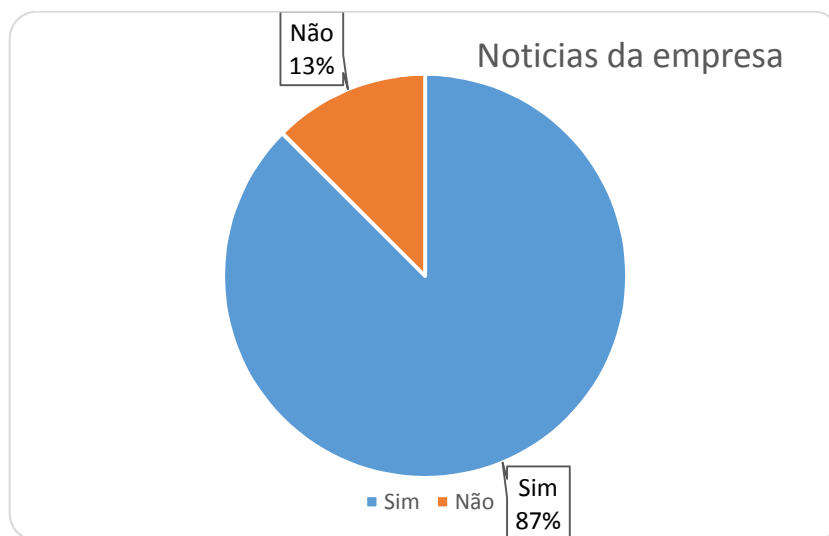


Figura 19 - Notícias da empresa

Fonte: Entrevistas realizadas

Clima da empresa

No que se refere ao clima da empresa, 75% dos entrevistados afirma ser um fator influente numa avaliação, face aos restantes 25% que afirmam ter opinião contrária (Figura 20). Tendo por base essencialmente a motivação dos recursos humanos, poderão conceber-se dois cenários: se a motivação for alta, ajudará ao desempenho futuro da empresa, se os recursos humanos estiverem desmotivados e pouco dinâmicos esse fator influenciará sempre negativamente a avaliação.

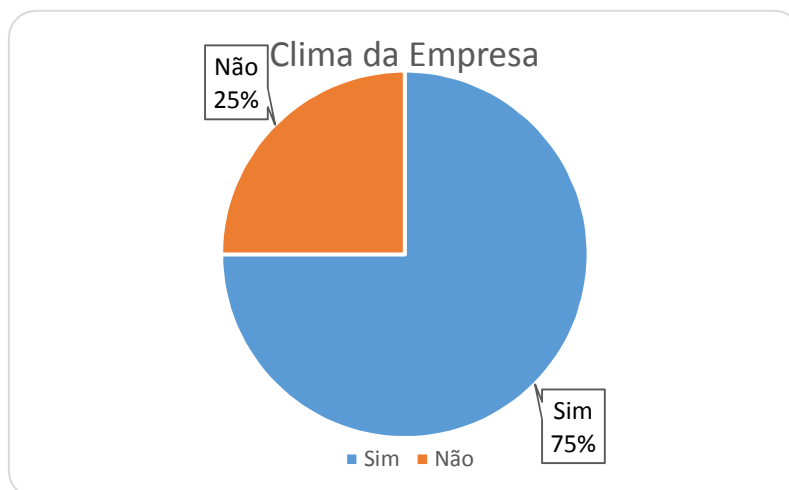


Figura 20 - Clima da empresa

Fonte: Entrevistas realizadas

Comunicação da empresa

Foi atribuída menor importância à comunicação da empresa no fator avaliação, sendo que mesmo assim 62% dos entrevistados considera que influencia a avaliação e 38% que não influencia (Figura 21).

No entanto, a comunicação poderá ser um fator mais ou menos relevante consoante o tipo de empresa que se está a avaliar. Segundo alguns dos entrevistados em muitos negócios, a comunicação externa e interna poderá ser um fator crítico de sucesso e, se assim for, poderá ser muito relevante.

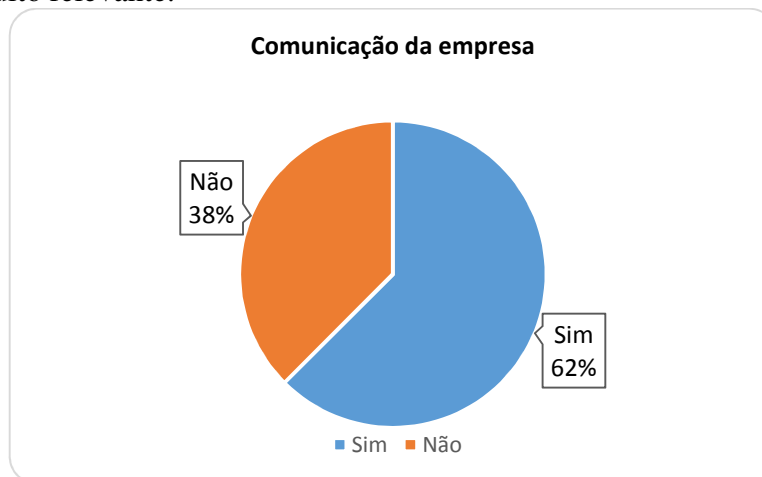


Figura 21 - Comunicação da empresa

Fonte: Entrevistas realizadas

Instalações e acessibilidades

No que diz respeito às instalações e acessibilidades, 87% afirma que as mesmas são influentes no processo de avaliação, face aos restantes 13% que não consideram relevante este causador, nomeadamente se forem tidos em conta os seguintes fatores:

- As instalações e acessibilidades poderão ser relevantes se o valor das instalações tiver diferentes metodologias de avaliação, que possam afetar a situação patrimonial atual ou futura da empresa;
- Dependendo do negócio em causa, ambas poderão ser ou não relevantes, já que, em alguns casos podem ser a “alma do negócio”. No entanto, esta premissa vai também depender da perceção do avaliador, pois o que alguns consideram a “alma do negócio” poderá ser aquilo que outros consideram a “maçã podre” da empresa, tudo depende da filosofia do avaliador;

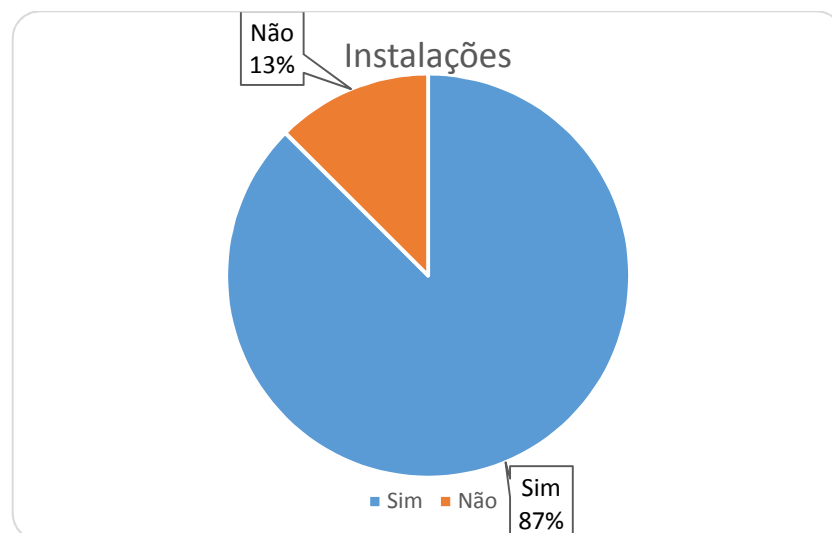


Figura 22 - Instalações e acessibilidades

Fonte: Entrevistas realizadas

Interlocutores

No que respeita ao item interlocutores, 87%, dos entrevistados foram quase unânimes em afirmar que os interlocutores influenciam as avaliações contra 13% que discorda (cf. Figura 23).

A maioria assume que o interlocutor é uma peça fundamental, dado que é ele que transmite a informação. A sua opinião sobre o desempenho da empresa e o conhecimento da mesma têm uma grande relevância, uma vez que, a forma como se transmite a informação é essencial para a perceção do avaliador.

Um interlocutor que conheça bem a empresa e que tenha uma boa visão do negócio conseguirá passar a informação de um modo motivado passando um sentimento distinto de um outro sem estas características.

Trata-se de uma questão relevante e que poderá conduzir a muitos erros no processo de avaliação, porque se o avaliador não conhecer outras pessoas na empresa, só assume o sentimento do interlocutor, sentimento esse que poderá não ser o global da empresa.

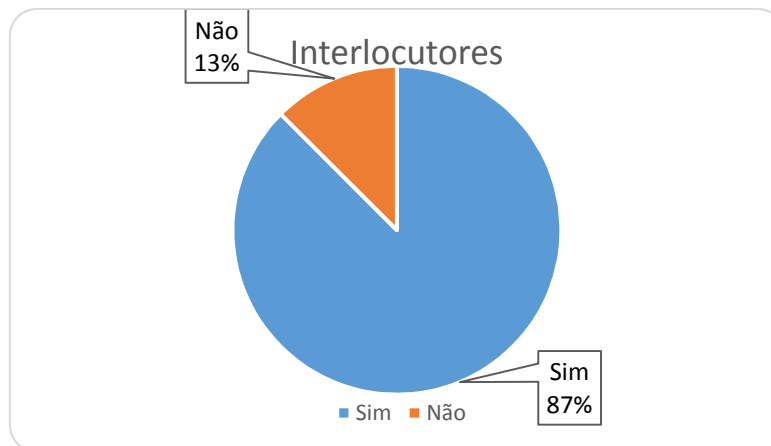


Figura 23 - Influência dos Interlocutores
Fonte: Entrevistas realizadas

Outros, discrimine.

Esta questão não mereceu qualquer resposta por parte dos entrevistados pelo que se revela sem interesse para os resultados deste estudo.

Consideração sobre as formas de manifestar o sentimento

Sabendo da importância do sentimento em todo o processo, o grupo de perguntas da questão 7, esclarece quanto aos fatores que mais influenciam esse sentimento e como se manifestam.

Influências otimistas e pessimistas

«Inputs que usamos na avaliação: no processo encontramos constantemente bifurcações pelo caminho, momento em que temos de levantar hipóteses para seguir caminho, estas hipóteses podem ser otimistas ou pessimistas». Considera que existem bifurcações nos métodos de avaliação, e que os mesmos podem ser influenciados por sentimentos otimistas ou pessimistas?».

No que se refere às hipóteses otimistas e pessimistas que ocorrem nas bifurcações do processo, há unanimidade dos entrevistados estando de acordo que as mesmas influenciam a avaliação, apesar de no global tentarem usar modelos ou técnicas que evitam estas influências, como sejam o caso dos modelos de previsão ou diagramas de decisão.

Calibragem pós-avaliação

«Calibragem pós – avaliação, em que os analistas revêm as hipóteses após avaliação, na tentativa de chegar a um valor mais próximo do que aquele que esperavam inicialmente» Esta forma de manifestar o sentimento é utilizada nas avaliações?»

Como se revela na Figura 24 seguinte, em respostas a esta pergunta 75% dos entrevistados afirma que o sentimento pode ser utilizado através do método de calibragem, sendo que os restantes 25% não confirma.

Para evitar grandes divergências, muitos avaliadores, após alcançarem o primeiro resultado para a avaliação, começam por confrontar o resultado com outros métodos alternativos, como por exemplo o de comparáveis ou múltiplos, para fazerem um cruzamento de valores.

Este fator pode ser bastante importante porque estas calibrações podem ter um impacto significativo em termos de valor final e muito frequentemente não são sustentadas com base em fatos concretos.

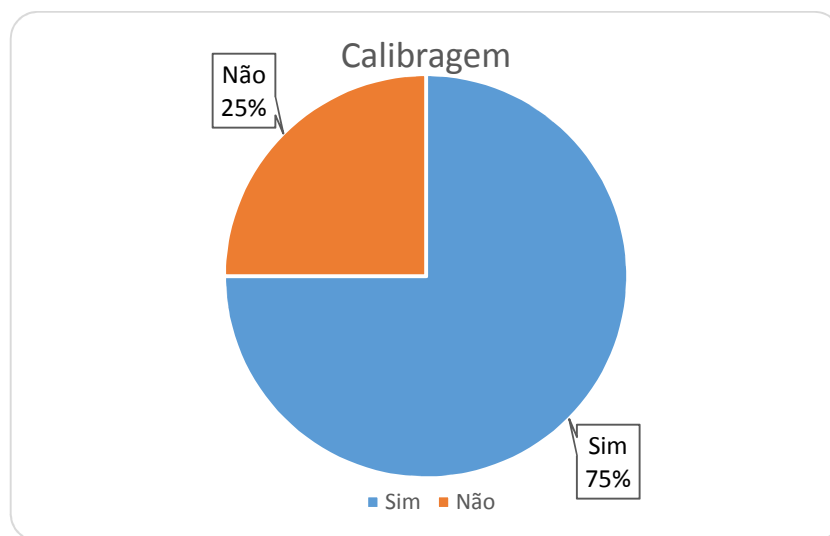


Figura 24 - Calibragem
Fonte: Entrevistas realizadas

Influência de fatores qualitativos para justificar desvios

“Deixar o valor como está mas atribuir a diferença entre valor que estimamos e aquele que achamos correto a um fator qualitativo, como sinergia ou questões estratégicas”. É usual a utilização dos fatores qualitativos, para justificar desvios? “

Neste item as respostas são unânimes, a totalidade dos entrevistados está de acordo. Independentemente do fator qualitativo, este deverá ser percebido e aceite por quem procede à avaliação. Por norma quem vende assume perspectivas otimistas e quem compra o contrário. O resultado de uma avaliação é sempre o espelho do avaliador, sendo que este deverá sustentar sempre os fatores qualitativos que assume.

Mais recentemente utiliza-se o valor da avaliação como primeira referência, somando-se depois alguns fatores estratégicos ou de sinergia. Nesses casos, todos estes fatores serão vistos como elementos qualitativos que devem ser ponderados na tomada de decisão.

Outros, discrimine.

Nesta pergunta apenas um dos entrevistados respondeu, afirmando deve ser efetuada uma comparação de avaliações de outros concorrentes nacionais ou estrangeiros, comparando valores de transações se existirem. O método mais utilizado é o dos múltiplos de EBITDA (devidamente corrigidos pela situação da empresa).

Perante as Incertezas, se considera o processo de avaliação modelável²⁰?

No que se refere à modelação no processo de avaliação, 87% dos entrevistados assume a relevância desse fator, face aos restantes 13% ver. Figura 25.

Tendo por pressuposto que o processo de avaliação DCF se baseia em criar cenários futuristas, as variáveis não são exatas, sendo fundamental dominar as variáveis utilizadas. Sempre que possível devem ser usados modelos científicos que permitam a redução das variáveis não controladas de modo a poder reduzir a subjetividade da análise.

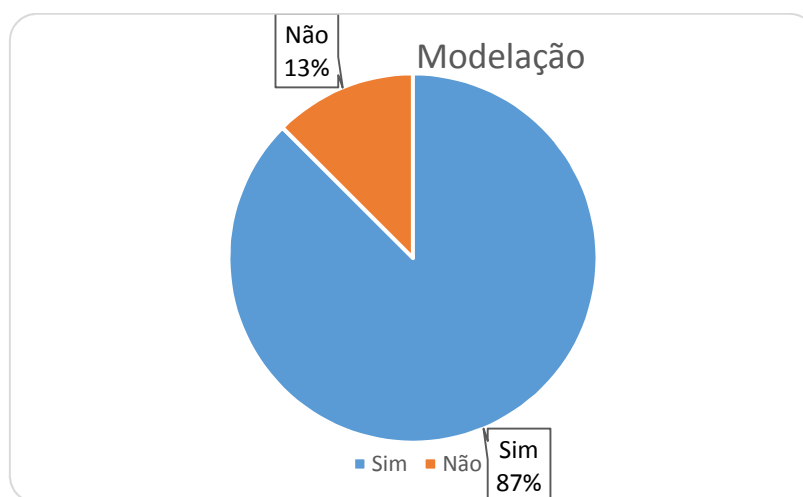


Figura 25 - Considera o processo modelável?

Fonte: Entrevistas realizadas

Podemos visualizar quais os termos mais utilizados nesta questão, bem como a frequência dos mesmos.

²⁰ Atribuímos o seguinte termo ao conceito de modelação – que se pode Reproduzir com exatidão.



Figura 26 - Nuvem de termos Considera o processo modelável?

Da nuvem de termos supra, observamos que as palavras mais utilizadas foram: “Avaliação”, “Modelável”, “Sempre”, “Modelos”, “Variáveis”. Tendo em conta a questão, a ocorrência destas palavras sugere a existência de uma relação entre as duas principais palavras, avaliação – modelável.

No seu entender quais são as Principais causas de incerteza?

As respostas a esta pergunta elucidam-nos sobre as principais causas de incerteza no processo de avaliação. Hierarquizando as respostas por ordem de importância, obtemos a seguinte escala:

- Incertezas macroeconómicas;
- Incertezas específicas da empresa;
- Incerteza na estimativa das demonstrações financeiras prospetivas.

Incertezas macroeconómicas

“Incerteza macroeconómica (mesmo que a empresa evolua como prevíamos o ambiente macroeconómico pode mudar de forma imprevisível).” Concorda com esta afirmação?”

Todos os entrevistados afirmaram que este é o fator mais relevante no atual momento económico mundial, com 100% de respostas afirmativas.

Incerteza específica da empresa

“ Incerteza específica da empresa “(O caminho que vislumbramos para a empresa pode provar-se irrecuperavelmente errado, o desempenho da empresa pode ser muito melhor ou pior do que esperamos).” Considera que as incertezas específicas da empresa podem influenciar o processo de avaliação?

Mais uma vez as respostas foram unânimes, todos os entrevistados afirmaram que as incertezas específicas da empresa influenciam significativamente o processo de avaliação.

Concluimos que fatores como a estratégia da empresa, o segmento económico do qual faz parte, os seus recursos e a sua equipa de gestão, são causadores de incertezas no processo de avaliação.

Incerteza das demonstrações financeiras prospetivas

“Incerteza na estimativa das demonstrações financeiras- perspectivas”. Estamos sempre a falar na transformação de fontes de informação para modelos pré-definidos para contextos globais. Poderão as incertezas manifestarem-se nas demonstrações financeiras prospetivas?

Através das respostas podemos concluir que todos os entrevistados afirmaram que as demonstrações financeiras prospetivas são causadoras de incertezas no processo de avaliação, nomeadamente no que se refere a empresas com menor histórico, em elevado crescimento ou em períodos de incerteza. A utilização de prémios de risco do setor devidamente ajustados pelo prémio de risco da empresa podem garantir alguma adesão dos resultados reais da empresa.

A importância do *disclaimer*

“Pensa que o *disclaimer* utilizado em todas as avaliações pelas consultoras nos termos contratuais, que falam sempre em cenários de expectativas futuras e da desresponsabilização em termos de decisões futuras que o cliente possa efetuar com a informação, permitem uma certa permeabilidade nos resultados?”

No que se refere à informação constante nos *disclaimer*, 87% dos entrevistados pensam que o mesmo permite a permeabilidade nos resultados, os restantes 13% não são da mesma opinião.

Num ponto todos concordam, o *disclaimer* deve ser claro, transmitir e clarificar a causa da avaliação. O efetuar de uma avaliação não pode ser considerado uma ciência exata, pelo que a desresponsabilização do avaliador, por não prever com exatidão o desempenho interno ou externo à empresa, é um mecanismo de defesa do mesmo face a esse risco.

Muitas vezes é um ato de proteção legalista, face às futuras decisões que possam ter como base a avaliação.

A figura da página seguinte reflete a opinião dos entrevistados.

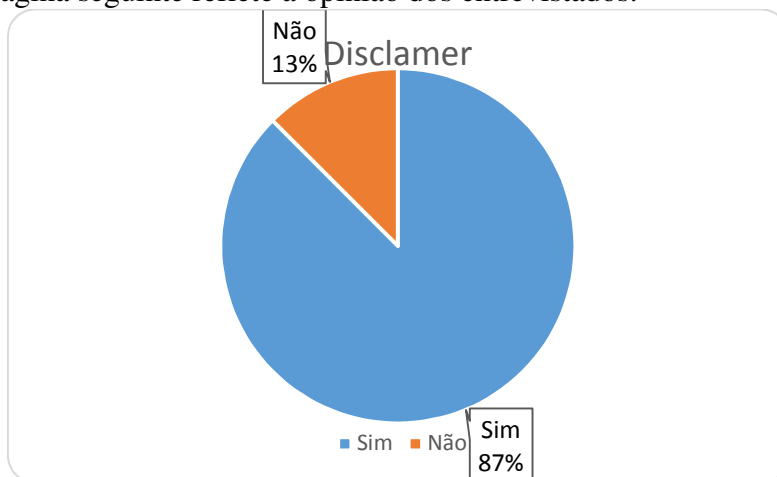


Figura 27 - Importância do disclaimer

Fonte: Entrevistas realizadas

Em destaque na Figura 40 encontram-se os termos mais utilizados nesta questão, bem como a frequência dos mesmos (Figura 28).



Figura 28 - Nuvem de termos sobre a importância do disclaimer

Na questão sobre a importância do disclaimer, verificamos através da nuvem de termos, que a frequência de palavras mais usadas foi: “Informação”, “Avaliação”, “Avaliador”, “Sempre”. De notar que, de todas as nuvens de termos do trabalho a palavra “Avaliação” não foi a mais usada, mas sim a palavra “Informação”. Assim poderemos considerar que a informação é a base de uma boa avaliação.

Considera que os atuais métodos de avaliação continuam a ser válidos no clima económico atual?

Nas respostas a esta última pergunta todos os entrevistados consideram que os métodos utilizados continuam atuais.

Os entrevistadores consideram que se forem usados com honestidade os métodos continuam bastante atuais e que, com as atuais incertezas económicas, cada vez mais é necessário efetuar cruzamentos de métodos para validação de valor final, bem como estar bastante atentos a temas novos que influenciam as avaliações.

Na prática a avaliação de uma empresa, resulta do valor que o comprador estiver disposto a pagar pela mesma. Por muitos estudos que se façam, por muito que se recorra às várias metodologias existentes, os valores a que se chega são sempre indicativos ou teóricos.

Podemos visualizar quais os termos mais utilizados nesta questão, bem como a frequência dos mesmos:



Figura 29 - Nuvem de termos validade dos métodos de avaliação

Na nuvem de termos da figura supra, as palavras mais frequentes das respostas à pergunta sobre a validade dos métodos de avaliação, foram “Avaliação”, “Empresa”, “Incertezas”, “Clima”, “Envolvente”, numa relação direta do clima de incertezas com as avaliações de empresas.

4 – Conclusões e perspectivas de trabalho futuro

4.1 - Síntese de resultados e confronto com as hipóteses

Perante os dados obtidos na presente investigação, nomeadamente através da replicação de uma avaliação e das entrevistas efetuadas, podemos concluir que existe imprecisão e incerteza no processo de avaliação, realidade que já tínhamos constatado pelos valores do caso de estudo.

Resumem-se no quadro infra os principais fatores que conduzem a essa imprecisão. Damos igualmente conta do momento em que ocorrem estes fatores, considerando como passado os fatores anteriores à avaliação, como presente os fatores subjacentes à recolha de dados na avaliação e, finalmente, como futuro a criação de cenários para a finalização da avaliação.

Assim, podemos identificar as seguintes causas, momentos de influência e refutação das hipóteses:

Quadro 17 – Quadro resumo dos principais fatores de influência numa avaliação

Passado		
Causas Internas		Causas Externas
> Causa da Avaliação <i>Confirma Hipótese 1</i>		> Opiniões e notícias da Empresa <i>Confirma Hipótese 5</i>
> Qualidade Dados <i>Confirma Hipótese 2</i>		

Presente		
Causas Internas		Causas Externas
> Interlocutores		> Ambiente Macroeconómico <i>Confirma Hipótese 6</i>
> Clima da empresa		
> Instalações		
> Incertezas da empresa <i>Confirma Hipótese 5</i>		

Futuro		
Causas Avaliador		Causas Externas
> Sentimento Otimista ou pessimista <i>Confirma Hipótese 5</i>		> Incertezas Macroeconómicas <i>Confirma Hipótese 6</i>
> Calibragem		
> Estimativa de Cash Flows futuros <i>Confirma Hipótese 3</i>		

Fonte: Elaborado pelo Próprio

4.2 - Verificação ou refutação das Hipóteses

Tendo por base o quadro na página superior, no confronto dos resultados com as hipóteses e partindo da nossa problemática - segundo a qual três avaliações utilizando os mesmos dados contabilísticos e financeiros, e o mesmo método de avaliação, obtêm resultados díspares, e dado estas avaliações tiveram causas diferentes - verifica-se a validação da hipótese 1, na qual se afirma que a causa / objetivo da avaliação é fator determinante no resultado da mesma. De facto, os resultados da presente investigação aportam evidências que vão no sentido de que se uma avaliação é desenvolvida para responder a uma necessidade de conhecer o valor de compra, ela pode chegar a um resultado diferente de uma outra avaliação da mesma empresa com os mesmos dados e métodos.

No que se refere à hipótese 2, que afirma que os dados contabilísticos anteriores à avaliação são causa de discrepância de resultados diferentes, a mesma não se confirma, uma vez que, os dados contabilísticos e financeiros das três avaliações são iguais e inalteráveis, publicados e conhecidos. Há mesmo que ter em consideração o facto de as duas primeiras avaliações conterem os mesmos dados e a terceira ter feito uma aproximação a dados finais de balanço e outros documentos financeiros que antes eram estimativas. Pode dizer-se que se trata dos mesmos dados ainda mais atuais uma vez que foram tidos em conta dados reais de anos para os quais as consultoras apenas fizeram estimativas.

O mesmo não poderemos afirmar quanto à hipótese 3, que as variáveis contabilísticas e financeiras estimadas na criação de cash flows que venham a ser gerados pelas empresas são razão de discrepância dos resultados das diversas avaliações. De facto verificou-se que as estimativas de geração de *cash flows* para as empresas são diferentes nas três avaliações, existindo previsões mais otimistas e outras mais pessimistas, pelo que se confirma que esta hipótese poderá influenciar o resultado da avaliação.

A hipótese 4, que afirma que o método de *Discounted Cash flows* não é um método credível perante as incertezas do mercado, também não foi validada: se, por um lado, as consultoras continuam a utilizar aquele método de avaliação e os entrevistados afirmam que o mesmo continua válido, por outro o DCF é apontado como principal motivo para resultados díspares das avaliações, devido à sua permeabilidade na estimativa de geração de *cash flows* das empresas no futuro.

Quanto à hipótese 5, que sugere que o sentimento é um fator que influencia a equipa de avaliação, a mesma é validada através das respostas dos entrevistados, considerando-se ter uma influência direta na visão otimista ou pessimista de crescimento da empresa.

As incertezas macroeconómicas bem como as incertezas internas à empresa quanto à sua evolução no futuro, também são um fator influenciador dos resultados das avaliações, segundo os entrevistados, o que valida a hipótese 6.

Como adiante se referirá nas limitações do trabalho, importa sublinhar, já neste capítulo, que independentemente da validade científica interna que se pretendeu colocar na presente investigação, medindo, simulando, observado e questionando o que as questões de investigação impunham, as validações e refutações parciais ou totais das hipóteses em estudo, carecem de um âmbito de estudo mais alargado que permita extrapolar os

resultados. É pois relevante ter presente a natureza de estudo de caso e o pequeno número de testemunhos especializados que este trabalho tratou. Este último facto deveu-se à natureza delicada da problemática e também ao facto de o nível de especialização destas atividades de consultoria e o universo dos prestadores destes serviços ser de pequena dimensão em Portugal.

4.3 - Principais Conclusões

A Principal conclusão a que chegámos é a de que existem imprecisões e incertezas no processo de avaliação de uma empresa, pois, tendo por base a mesma empresa, os mesmos dados contabilísticos, e o mesmo método de avaliação DCF, obtivemos três resultados de avaliação diferentes, rondando o desvio médio os 40% entre os valores finais atribuídos ao grupo ETIC.

Tendo as três avaliações usado o mesmo método DCF, método que consiste essencialmente na criação de cenários de resultados futuros que a empresa gera, podemos afirmar que a avaliação depende do desempenho que vai sendo desenhado pelo avaliador. Este desempenho associa-se a uma panóplia de perceções que vai adquirindo ao longo do processo de recolha de informação, bem como ao seu otimismo e/ ou pessimismo face aos fatores externos e internos da empresa.

Através da replicação do estudo das avaliações e tendo em conta valores contabilísticos mais atualizados, foi possível verificar que o processo de avaliação não é uma ciência exata, pois, na prática temos três avaliações, todas com resultados diferentes. Esta conclusão responde à questão de investigação 1, evidenciando que as diferenças são possíveis porque não estamos perante uma ciência exata.

De salientar, por exemplo, a discrepância no que se refere ao número de alunos por escola, com o Colégio Cesário Verde com taxas de desvio médio a rondar os 26%, tal como no IPA com 8%.

Em termos de previsões contabilísticas encontramos grandes discrepâncias essencialmente nas seguintes rubricas:

- Na escola ETIC, no que se refere a Fornecimento e Serviços Externos, verifica-se um desvio médio de 27, 47%, bem como em CAPEX – desvio médio de 36,87%;
- No instituto IPA as Principais rubricas foram EBITDA com desvio médio de 50% e CAPEX – desvio médio de 100%;
- Quanto ao Colégio Cesário Verde a grande diferença teve a ver com EBITDA, com um desvio médio de 93%.

Face ao resultado das entrevistas, poderemos assumir que é normal existirem estas discrepâncias quando a avaliação é suportada pelo método DCF visto que todos os entrevistados afirmam que as avaliações podem ter resultados finais diferentes, o que valida a hipótese 4 em que o modelo pode estar na base das discrepâncias.

A mesma opinião é sustentada por Randall & Schostag quando afirma que: “Utilizando o DCF diferentes analistas podem honestamente chegar a valores da empresa divergentes, mesmo quando se usa o mesmo conjunto de informações do cliente. A variação decorre dos muitos inputs, hipóteses e pelo uso de "fluxo de caixa líquido livre" (que trata diretamente dos direitos dos proprietários do Património Líquido, dos acionistas e dos financiadores como o benefício económico)” (Randall & Schostag, 2006, pp. 24-41)

É no intervalo de percentagem em que é aceitável este intervalo que as opiniões divergem, sendo que metade dos entrevistados acha que este intervalo deve rondar os 0 – 10%, e 25% considera normais diferenças até 50%.

Este facto leva-nos a crer que existem dois extremos sobre o processo de avaliação. De um lado há os que acreditam que a avaliação quando bem efetuada é como uma ciência exata com pouca hipótese de margem de diferenciação. Efetivamente metade dos entrevistados acham que o valor da avaliação deve rondar os 0-10%, isto é, consideram que o processo tem pouca margem para a opinião dos analistas ou para o erro humano.

No outro extremo, temos os que consideram o processo de avaliação como uma espécie de “arte”, no qual os analistas perspicazes podem manipular os números de modo a gerar o resultado que consideram justo face ao seu sentimento, o que foi defendido pelos 25% dos entrevistados, que consideraram que as diferenças de avaliação podiam ser superiores a 50%.

De salientar que, apesar do consenso da normalidade de diferenciação de resultados nas avaliações por diferentes avaliadores, podem existir fatores bem identificados, como a causa que leva a uma avaliação com 75% dos entrevistados a afirmar que o motivo da causa é um elemento bastante significativo no resultado. Este resultado valida em grande parte a hipótese 1 de que a causa / objetivo da avaliação pode influenciar o resultado.

De notar que é reconhecida pelos entrevistados a existência de erros nas avaliações efetuadas no mercado, tais como:

- Cálculo da dívida líquida;
- O menosprezar as necessidades de investimento em CAPEX e Working Capital, e
- Cálculo do valor residual.

No que diz respeito aos fatores que influenciam a avaliação, os entrevistados afirmam que o papel dos interlocutores é causa direta na avaliação com uma percentagem de 87%, Podendo direta ou indiretamente ser fator de influência no resultado da avaliação.

Setenta e cinco por cento (75%) dos entrevistados assume igualmente que o clima da empresa também é um dos fatores determinantes, sendo que numa empresa onde o clima emocional é elevado existe uma influência direta nos seus resultados.

Quanto às instalações e acessibilidades, este fator apresenta-se como determinante para 87% dos entrevistados, sendo que esta influência está sempre dependente do negócio da empresa.

As notícias e opiniões das empresas também são um fator influenciador com 87% dos entrevistados a assumirem essa influência.

Em termos de incertezas que afetam a avaliação, a incerteza específica de uma empresa é um fator fulcral na avaliação. Todos os entrevistados estão de acordo ao afirmar que a estratégia de uma empresa, a qualidade dos seus recursos, o segmento económico de que faz parte e a equipa de gestão são fatores que levam a que a incerteza do futuro da empresa, seja um fator de elevada importância na avaliação da mesma.

Sendo a essência do método DCF a criação de cenários futuros, existem uma série de fatores que dependem do entendimento do avaliador, fatores esses que quando extrapolados no período temporal podem levar a resultados bastante diferenciados. Estas evidências encontradas nas respostas validam com grande significância a hipótese 6 no que se respeito às incertezas associadas à empresa avaliada, tanto internas como externas.

O sentimento é o fator que todos os entrevistados são unânimes em indicar como principal fator de influência na avaliação, uma vez que todos eles afirmam que influencia o resultado, que o método de avaliação é composto por várias bifurcações e que o sentimento otimista ou pessimista em cada decisão tem consequência direta no resultado, esta evidência verifica a hipótese 5.

Os fatores macroeconómicos em que vivemos atualmente também são considerados pertinentes com resposta unânime entre entrevistados. Todos eles consideram que têm uma influência direta no resultado final. Uma economia mundial sustentada num clima de incertezas, influencia diretamente as avaliações das empresas, fato que valida a hipótese 6.

Ainda a influência do ambiente interno e externo em que a empresa esta envolvida, as regras do mercado, as taxas de remuneração do capital e as taxas de crescimento estão na base de influência para 75% dos entrevistados. Perante as dificuldades inerentes a estes processos, o método de avaliação DCF é modelável; 87% dos entrevistados assume esse facto.

Embora existam todas estas incertezas, dificuldades e discrepâncias, relevante é o facto de todos os entrevistados considerarem que os métodos de avaliação continuam a ser válidos e que fatores como ética e honestidade estão na base da execução de uma boa avaliação. No entanto, cada vez mais, perante as atuais incertezas, devem efetuar-se cruzamentos de modelos de avaliação de modo a validar o valor da empresa e estar-se atento a novos fatores que influenciem as avaliações, sendo esta uma recomendação feita pelos entrevistados.

Estes resultados estão em linha com a teoria sobre DCF e outros modelos. O modelo DCF pode ser uma ferramenta útil na análise mas nunca deve ser o único método usado. É muitas vezes uma boa maneira de visualizar um quadro mais amplo, de descobrir potenciais riscos de deterioração, de identificar oportunidades potenciais e de tomar decisões de investimento inteligentes, mas deve ser utilizada em conjunto com outros métodos (Morris, 2008, pp. 31-35)

As opiniões dos inquiridos mostram ainda que de modo a que todo o processo de avaliação seja transparente e ético, o *disclamer* deverá ser claro e as causas e fatores predominantes devem ser divulgados a todos os que procedam a uma análise de uma avaliação, para que assim possamos estar perante uma sociedade justa e honesta.

4.4 - Limitações e trabalhos futuros

A maior limitação sentida na execução deste trabalho diz respeito à amostra de pessoas a entrevistar. Embora se tivessem formulado mais convites, muitas das pessoas ligadas ao mundo académico e os profissionais do nosso mercado frequentemente demonstraram indisponibilidade.

A falta de bibliografia publicada em Portugal foi também uma limitação, sendo, efetivamente, muito reduzida e uma parte desatualizada.

Não existem também muitas publicações académicas sobre o tema, existindo algumas sobre o método mas para setores específicos, nomeadamente do ramo do imobiliário e turístico, e não gerais.

Em termos de trabalho futuro o estudo de métodos de avaliação, o aferir de cada causa de influência no resultado, bem como da influência das incertezas no processo de avaliação. Estes podem ser temas de objeto de estudo posterior, e porventura situando os “nós” de responsabilidade pelos erros e/ou discrepância, procurar criar ferramentas, ou modelos específicos para ultrapassar estes “nós”.

A determinação das fontes de valor da empresa é uma preocupação das finanças empresariais que está longe de estar estudada. Esperamos com este trabalho ter contribuído para clarificar algumas questões, bem como ter deixado algumas pistas para prossecução de estudos.

Referências Bibliográficas

- Bogdan, R. &. (1994). *Investigação Qualitativa em Educação: uma introdução à Teoria e aos Métodos*. Porto: Porto Editora.
- Copeland, T. a. (2001). *Real Options: A Practitioner's Guide*. Chicago: Dryden Press.
- Coutinho, C. P., & Chaves, J. H. (2002). *O estudo de caso na investigação em Portugal*. *Revista Portuguesa de educação*, 221-243.
- Damodaran, A. (2007). *Avaliação de Empresas*. São Paulo: Pearson, Prentice Hall.
- Damodaran, A. (2010). *Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Delloite. (2009). Avaliação grupo etic.
- Ferreira, L. F. (2008). *Modelos de avaliação de Empresas e Utilidade da informação contabilística*. Lisboa: Universidade Luisiada Editora.
- Lawrence, E. (2009). *Biases in Mid-Year and End-of-Year*. *Journal of Legal Economics*, 1-15.
- Lui, R., & Chan, B. (2011). *Discounted cash flow: a more accurate tool*. Beter investing.
- Magalhães, C. N. (2005). *Análise económico - financeira de empresas*. Lisboa: Universidade Católica Editorial.
- MATERLANC, R. P. (2009). *Avaliação de Empresas: Um Guia para Fusões & Aquisições e Private Equity*. São Paulo: Pearson.
- Michelson, S., & Weaver, W. (2010). *Quantifying risk*. New York: Valuation Strategies.
- Morris, V. B. (2008). *Cash (flow) Might be King*. New York: beginners.
- Neves, J. C. (2002). *Avaliação de empresas e Negócios*. Portugal: McGraw-Hill.
- Patton, M. (1990). *Qualitative evaluation and research*. Newbury Park, CA.
- Randall, & Schostag. (2006). *Discounted Cash Flow Method: using new modeling*. *Academy of management Journal*, 24-41.
- Rodrigues, J. (2011). *Sistema de normalização contabilística explicado*. Lisboa: Porto Editora.
- Roy, M., Passin, & Rodrigo, P. (2009). *Um Guia para Fusões & Aquisições e Private Equity*. Sao Paulo: Pearson.
- Santos, J. L., Schmidt, P., & Fernandes, L. A. (2006). *Avaliação de empresas : foco nos modelos a valores de entrada e de saídas*. São Paulo.
- Santos, Schimdt, & Fernandes. (2006). *Avaliação de empresas : foco nos modelos a valores de entrada e de saídas*. São Paulo: Atlas.
- Smith, A. (1981). *Ensaio sobre a natureza e as causas da riqueza das nações*, tradução portuguesa. lisboa: Fundação Caloute Gulbenkian.
- Yin, R. K. (2010). *Estudo de caso - Planeamento e Métodos (4º edição)*. Porto Alegre: bookman.

Páginas da Internet com informação relevante

www.bloomberg.com

www.kpmg.pt

www.kpmg.com

www.deloitte.pt

www.deloitte.com

www.pwc.com

www.accenture.com

www.finance.yahoo.com/

Técnicos, A. d. (10 de Maio de 2011). *associacaodeinvestidores.com*. Obtido de <http://www.associacaodeinvestidores.com/index.php/free/online/146-discounted-cash-flow-online>

Reina, G. (2013). *xtraining*. Obtido de [xtraining.com.br](http://www.xtraining.com.br/index.php?page=article&id=12): <http://www.xtraining.com.br/index.php?page=article&id=12>

APÊNDICE A – Avaliação do Grupo ETIC

1-Turmas Reais 2010 CesárioVerde

	2010-2011	
	Nºalunos	Nºturmas
Creche		
Berçário	11	1
1Ano	14	1
2Anos	26	2
Pré-escolar		
3Anos	21	1
4Anos	24	1
5Anos	16	1
1ºciclo		
1ºano	18	1
2ºano	23	1
3ºano	22	1
4ºano	26	2
2ºciclo		
5ºano	27	1
6ºano	27	1
3ºciclo		
7ºano	21	1
8ºano	13	1
9ºano	23	1
	312	17

Nºalunos	Nºturmas
----------	----------

Infantário e Creche

51 4

Pré-Escolar

61 3

1ºCiclo

89 5

2ºCiclo

54 2

3ºCiclo

57 3

2 - Turmas Reais 2010 ETIC

Turma	Matriculados
Animação1/10	14
Apresentador1/10	16
Apresentador2/10	15
Apresentador3/10	12
BrandEnter/10	1
CursoFotografia/10	14
DesignComunicação/10	8
DesignGráfico1/10	14
DesignGráfico2/10	16
Eventos2/10	9
Eventos1/10	14
FotografiadeModa/10	10
FotografiaProfissional1/10	14
FotografiaProfissional2/10	7
Ilustração/10	14
Jornalismo1/10	16
Jornalismo2/10	16
MKT1/10	9
Motion/10	5
MusicaElectronica/10	16
CAMARA1/10	13
Camara2/10	11
PPV1/10	16
PPV3/10	10
Produção1/10	9
ProduçãoodeModa/10	14
ProduçãoodeModa2/10	9
ProduçãoCriaçãoMusical2/10	11
ProduçãoCriaçãoMusical/10	15
Rádio2/10	2
Realização2-1/10	10
Realização1/10	12
Realização2/10	7
ReporterImagem/10	7
StylingeMakeup1/10	1

Som3/10	1
Som1/10	15
Som2-1/10	15
TecnicoCodeAudiovisuais3/10	1
TecnicoCodeAudiovisuais/10	10
Web1/10	13
Web2/10	7
WebDev2/10	6
Total	455

	Alunos	Turmas	Alunos/Turma
ETIC	455	43	10,6

3 – Turmas Reais 2010 IPA

	Alunos	Turmas	Alunos/Turma
2009/2010	279	13	21,5
2010/2011	230	12	19,2

#Candidatos Novos
120
91

4 – Turmas Reais 2010 EPI

	Alunos	Turmas	Alunos/Turma
1ºAno	184	7	26,3
2ºAno	170	8	21,3
3ºAno	160	8	20,0
	514	23	22,3

5 – Turmas Reais 2011 Cesário Verde

ok

	2011-2012	
	Nºalunos	Nºturmas
Creche		
Berçário	14	1
1 ano	15	1
2anos	18	1
Pré-escolar		
3anos	25	1
4anos	19	1
5anos	23	1
1ºciclo		
1ºano	20	1
2ºano	18	1
3ºano	21	1
4ºano	21	1
2ºciclo		
5ºano	21	1
6ºano	26	1
3ºciclo		
7ºano	22	1
8ºano	16	1
9ºano	10	1
	289	15

Nºalunos	Nºturmas	# Alunos/ Turma
Infantário Creche 47	3	15,66666667
Pré- Escolar 67	3	22,33333333
1ºCiclo 80	4	20
2ºCiclo 47	2	23,5
3ºCiclo 48	3	16

6 – Turmas Reais 2011 ETIC

Turma	Matriculados
Animação1/10	14
Apresentador1/10	16
Apresentador2/10	15
Apresentador3/10	12
BrandEnter/10	1
CursoFotografia/10	14
DesignComunicação/10	8
DesignGráfico1/10	14
DesignGráfico2/10	16
Eventos2/10	9
Eventos1/10	14
FotografiadeModa/10	10
FotografiaProfissional1/10	14
FotografiaProfissional2/10	7
Ilustração/10	14
Jornalismo1/10	16
Jornalismo2/10	16
MKT1/10	9
Motion/10	5
MusicaElectronica/10	16
CAMARA1/10	13
Camara2/10	11
PPV1/10	16
PPV3/10	10
Produção1/10	9
ProduçãoodeModa/10	14
ProduçãoodeModa2/10	9
ProduçãoCriaçãoMusical2/10	11
ProduçãoCriaçãoMusical/10	15
Rádio2/10	2
Realização2-1/10	10
Realização1/10	12
Realização2/10	7

ReporterImagem/10	7
StylingeMakeup1/10	1
Som3/10	1
Som1/10	15
Som2-1/10	15
TecnicodeAudiovisuais3/10	1
TecnicodeAudiovisuais/10	10
Web1/10	13
Web2/10	7
WebDev2/10	6
Total	455

ok

	Alunos	Turmas	Alunos/Turma
ETIC	421	43	9,8

7 – Turmas Reais 2011 IPA

	Alunos	Turmas	Alunos/Turma
2011/2012	240	15	16,0
2011/2012	240	15	16,0

#Candidatos Novos
64
64

Números atualizados: 240, dos quais 30 de pós graduações (13 turmas)

8-Turmas Reais 2011 EPI

ok

	Alunos	Turmas	Alunos/Turma
1º Ano	171	8	21,4
2º Ano	147	7	21,0
3º Ano	163	8	20,4
	481	23	20,9

9 – Avaliação ETIC

Resumo Operacional	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	VT
EPI							
#dealunos(anolectivo)	406	514	481	481	481	481	
#dealunos(média)	402	442	503	481	481	481	
#deturmas	25	23	23	23	23	23	
alunosporturma	16,6	22,3	20,9	20,9	20,9	20,9	
Receitamediaporaluno(inc.subsidio)	6753	5998	5383	5598	5613	5680	
Subsídiodioporluno	5654	4925	4332	4533	4537	4591	
ETIC							
#dealunos(anolectivo)	505	455	535	535	535	535	
#dealunos(média)	505	488	482	535	535	535	
#deturmas	48	43	51	51	51	51	
alunosporturma	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	
Receitamediaporaluno(inc.subsidio)	3347	3046	3114	3121	3152	3190	
Subsídiodioporluno	0	0	0	0	0	0	
Agregado							
Custosoperativosporaluno	-4408	-4104	-3694	-3650	-3665	-3709	
dosquais:							
...Rendamediaporaluno	-514	-457	-436	-428	-418	-423	
...Vencimentosporaluno	-2486	-2498	-2367	-2330	-2349	-2377	
...(#decolaboradores)	65	70	70	70	70	70	
EBITDAporaluno	519,9	427,3	657,7	725,6	734,7	743,5	
ResultadoLiquidoporluno	20,3	24,4	226,2	314,5	363,5	398,7	

Dados Operacionais	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	V T
Ensino Profissional (EPI)	442028	474351	528458	512213	517335	523543	
Taxa de Crescimento		7,3%	11,4%	-3,1%	1,0%	1,2%	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	10%	11%	13%	12%	12%	12%	
Receita média por aluno (inc. subsídio)	6753,4	5998,2	5382,5	5598,2	5612,6	5679,9	

# de turmas	25	23	23	23	23	23	
Alunos por Turma	16,6	22,3	20,9	20,9	20,9	20,9	
Novas-Extinções	0	-2	0	0	0	0	
# médio de alunos	402	442	503	481	481	481	
Alunos (ano letivo)	406	514	481	481	481	481	
Entradas-Saídas	9	108	-33	0	0	0	
Taxa de crescimento dos alunos	2,4%	10,0%	13,8%	-4,4%	0,0%	0,0%	
GAR/GADE	370000	386475	439812	424361	428605	433748	
Receita média por aluno	920	874	874	882	891	902	
Taxa de crescimento	2,4%	-5,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%	
Matrículas	41000	51906	48574	49011	49501	50095	
Receita média por aluno	101	101	101	102	103	104	
Taxa de crescimento	6,3%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%	
Outros	31028	35969	40072	38840	39229	39700	
% GAR/GADE + Matrículas	7,5%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	
Taxa de crescimento	-17,0%	15,9%	11,4%	-3,1%	1,0%	1,2%	

	227285	217684	217894	218053	218232	220850	
Subsídios à Exploração	3	9	5	7	0	8	
Taxa de Crescimento		-4,2%	0,1%	0,1%	0,1%	1,2%	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	52%	53%	52%	50%	50%	50%	

Ensino Profissional (DREL)	185339	200214	200214	200214	200214	202617	
Subsídio por turma	0	9	9	9	9	5	
Taxa de crescimento	74136	87050	87050	87050	87050	88095	
	5,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	
Polis (CRRLVT)	236546	0	0	0	0	0	
Taxa de crescimento		1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	
POPH	182917	174700	176796	178388	180171	182334	
Taxa de crescimento		-4,5%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	

Ensino Técnico e Especializações (ETIC)	1690000	1487336	1499914	1669664	1686361	1706597
--	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Taxa de Crescimento		-12,0%	0,8%	11,3%	1,0%	1,2%
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	38%	36%	36%	38%	38%	38%
Receita média por aluno	3346,5	3045,7	3114,0	3120,9	3152,1	3189,9

# de turmas	48	43	51	51	51	51
Alunos por Turma	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6
Novas-Extinções	0	-5	0	0	0	0
# médio de alunos	505	488	482	535	535	535
Alunos (ano lectivo)	505	455	535	535	535	535
Entradas-Saídas	-36	-50	80	0	0	0
Taxa de crescimento dos alunos	2,4%	-3,3%	-1,4%	11,1%	0,0%	0,0%
Propinas	1587000	1401096	1398552	1567390	1583064	1602061
Receita média por aluno	3143	2869	2904	2930	2959	2995
Taxa de crescimento	2,4%	-8,7%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Matrículas e Outros	87000	79170	94207	95055	96005	97158
Receita média por aluno	172	174	176	178	179	182
Taxa de crescimento	-12,4%	1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Outros Cursos - CEF's e EFA's	9000	0	0	0	0	0
		-				
		100,0				
Taxa de crescimento		%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Workshops	7000	7070	7155	7219	7291	7379
Taxa de crescimento		1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%

Total de Prestação de Serviços	2132028	1961687	2028373	2181877	2203695	2230140
---------------------------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Taxa de Crescimento		-8,0%	3,4%	7,6%	1,0%	1,2%
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	48%	47%	48%	50%	50%	50%

Prestação Serv. + Subs. Exploração	4404881	4138536	4207318	4362413	4386016	4438648
---	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Taxa de Crescimento		-6,0%	1,7%	3,7%	0,5%	1,2%
---------------------	--	-------	------	------	------	------

FSE	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	VT
Fornecimentos e Serviços Externos	-2258663	-2262666	-2100277	-2168266	-2168501	-2194523	
Taxa de Crescimento		0,2%	-7,2%	3,2%	0,0%	1,2%	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração		54,7%	49,9%	49,7%	49,4%	49,4%	
Subcontratos	-10275	-778550	-791489	-820666	-825106	-835007	
% Prest. Serviços (D)	-0,5%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	
Taxa de crescimento		7477,1%	1,7%	3,7%	0,5%	1,2%	
Renda e Aluguéis	-466448	-425326	-429579	-434734	-424735	-429832	
Taxa de crescimento (D)		-8,8%	1,0%	1,2%	-2,3%	1,2%	
Honorários	-772539	-90215	-93282	-100341	-101345	-102561	
% Prest. Serviços (D)	-36,2%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	
Taxa de crescimento		-88,3%	3,4%	7,6%	1,0%	1,2%	
Publicidade e Propaganda	-74585	-258041	-71240	-73866	-74266	-75157	
Publicidade e Propaganda Anual	-74585	-105475	-71240	-73866	-74266	-75157	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração (D)	-1,7%	-2,5%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	
Taxa de crescimento		41,4%	-32,5%	3,7%	0,5%	1,2%	
Reconhecimento - custos dif.		-152566					
Trabalhos Especializados	-360457	-278208	-282832	-293258	-294844	-298382	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração (D)	-8,2%	-6,7%	-6,7%	-6,7%	-6,7%	-6,7%	
Taxa de crescimento		-22,8%	1,7%	3,7%	0,5%	1,2%	
Deslocações e Estadas	-92580	-97305	-98922	-102569	-103124	-104361	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração (D)	-2,1%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	
Consumíveis	-51076	-64224	-65291	-67698	-68065	-68881	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração (D)	-1,2%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	
Comunicação	-68266	-36591	-37030	-37363	-37737	-38190	
Taxa de crescimento (D)			1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	
Limpeza, Vigilância e segur.	-53619	-47581	-48152	-48585	-49071	-49660	
Taxa de crescimento (D)			1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	
Ferrament. Mat. Escr. Seguros	-59989	-34045	-34611	-35887	-36081	-36514	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração (D)	-1,4%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	
Conservação e Reparação	-77695	-31728	-32255	-33444	-33625	-34029	

%Prest.Serviços+Subs.Exploração(D)	-1,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%
Contabilidade Externa	0	0	0	0	0	0
Taxa de crescimento(D)	1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	1,2%
Outro custo	-171134	-120853	-115594	-119855	-120503	-121949
%Prest.Serviços+Subs.Exploração(D)	-3,9%	-2,7%	-2,7%	-2,7%	-2,7%	-2,7%

R		2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	V
H								T

	-	-	-	-	-	-
Custos com Pessoal	1472113	1455360	1445797	1445797	1460255	1477778
Taxa de Crescimento		-1,1%	-0,7%	0,0%	1,0%	1,2%
%Prest.Serviços+Subs.Exploração		35,2%	34,4%	33,1%	33,3%	33,3%

	-	-	-	-	-	-
Remunerações	1109087	1172000	1172000	1172000	1183720	1197925
%Prest.Serviços+Subs.Exploração(D)	25,2%	28,3%	27,9%	26,9%	27,0%	27,0%
Taxa de crescimento		5,7%	0,0%	0,0%	1,0%	1,2%
Remuneração média	-17063	-16743	-16743	-16743	-16910	-17113
Taxa de crescimento		-1,9%	0,0%	0,0%	1,0%	1,2%
Inflação		1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Taxa de crescimento real		-2,9%	-1,2%	-0,9%		
#Colaboradores	65	70	70	70	70	70
Entradas-Saídas	5	5	0	0	0	0
#turmas	73	66	74	74	74	74
	-	-	-	-	-	-
Encargos sobre remunerações	243888	257723	257723	257723	260300	263423
%Remunerações	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Variação						
	-	-	-	-	-	-
Indemnizações	103926	-9563	0	0	0	0
	9%	1%				
	-	-	-	-	-	-
Outras despesas com pessoal	-15212	-16075	-16075	-16075	-16236	-16430
%Remunerações	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Variação						

Outros Proveitos e Custos Operacionais	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	V T
--	------	------	------	------	-------	-------	--------

Outros Proveitos Operacionais	64879	76752	77385	82956	83785	84791	
Taxa de Crescimento		18,3%	0,8%	7,2%	1,0%	1,2%	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	1,5%	1,9%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	

Subsídio POSI	21773	0	0	0	0	0	
Taxa de crescimento		1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	
Leonardo da Vinci	20561	9209	9319	9403	9497	9611	
Taxa de crescimento		55,2%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	
Penalidades Financeiras (alunos)	20145	47797	48083	53390	53924	54571	
% Total de Matrículas + Propinas	1,2%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	
Proveitos Suplementares e Outros	2400	19746	19983	20163	20364	20609	
Taxa de crescimento			1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	

Outros Custos Operacionais	- 267445	- 99708	- 91009	- 94062	- 94609	- 95744	
Taxa de Crescimento		62,7%	-8,7%	3,4%	0,6%	1,2%	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	6,1%	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	

Impostos	-63132	- 59315	- 60300	- 62523	- 62862	- 63616	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração (D)	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	
Quotizações	-8317	-8222	-8168	-8168	-8250	-8349	
% Remunerações	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	
Ajustamentos	-59580	-5000	5083	5270	5299	5363	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração (D)	1,4%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	
Serviços Bancários	-28920	- 27171	- 27623	- 28641	- 28796	- 29142	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração (D)	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	
Loucarte	- 107496	0	0	0	0	0	
% Crescimento		1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	

CAPEX	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	V T
-------	------	------	-------	-------	-------	-------	--------

Imobilizado Corpóreo Bruto (existente)	3974189	3992516	3992516	3992516	3992516	3992516	
Capex	47604	18327					
Amortizações Acumuladas Iniciais	-3067187	-3302104	-3432247	-3562390	-3692534	-3798975	
Amortizações do Exercício	-347221	-130143	-130143	-130143	-106441	-96687	
Taxa de Amortização	8,7%	3,3%	3,3%	3,3%	2,7%	2,4%	
Regularizações de Amortizações	112304						
Amortizações Acumuladas Finais	-3302104	-3432247	-3562390	-3692534	-3798975	-3895662	
Imobilizado Corpóreo Líquido (exist.)	672085	560269	430126	299982	193541	96854	

Imobilizado em curso	18327						
Invest. em Imob. Corp. (Novo)	0	0	0	0	0	0	
Taxa de crescimento			1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	
Amortização	16,7%						
2010		0	0	0	0	0	
2011			0	0	0	0	
2012				0	0	0	
2013					0	0	
2014						0	
Amortização Anual		0	0	0	0	0	
Imobilizado Corpóreo Bruto (novo)		0	0	0	0	0	
Amortizações Acumuladas		0	0	0	0	0	
Imobilizado Corpóreo Líquido (novo)		0	0	0	0	0	

Imobilizado Corpóreo Líquido (total)	690412	560269	430126	299982	193541	96854	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	15,7%	13,5%	10,2%	6,9%	4,4%	2,2%	
Amortização anual	347221	130143	130143	130143	106441	-96687	
Capex Total	178235	0	0	0	0	0	

DEMONSTRAÇÃO RESULTADOS	2009	2010	2011	2012	2013 E	2014E	VT
Prestação de Serviços	2132028	1961687	2028373	2181877	2203695	2230140	
Subsídios à Exploração	2272	2176	2178	2180	2182		
Fornecimento de Serviços Externos	853	849	945	537	320	2208508	
	-	-	-	-	-		
Custos com Pessoal	2258	2262	2100	2168	2168		
	663	666	277	266	501	-2194523	
	-	-	-	-	-		
Outros Projeitos Operacionais	1472	1455	1445	1445	1460		
	113	360	797	797	255	-1477778	
	6487	7675	7738	8295	8378		
Outros Custos Operacionais	9	2	5	6	5	84791	
	-	-	-	-	-		
	2674	9970	9100	9406	9460		
	45	8	9	2	9	-95744	
EBITDA	471539	397554	647620	737243	746436	755393	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	10,7%		15,4%	16,9%	17,0%		
		9,6%				17,0%	
Amortizações	-	-	-	-	-		
	3472	1301	1301	1301	1064		
	21	43	43	43	41	-96687	
EBIT	124318	267410	517477	607100	639995	658706	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração			12,3%	13,9%	14,6%		
	2,8%	6,5%				14,8%	
Resultados Financeiros	-	-	-	-	-		
	159800	183057	208615	166417	131364	-101345	
Resultados Extraordinários		-					
	65332	47211					
EBT	29850	37142	308862	440683	508630	557361	
IRC	-	-	-	-	-		
	11410	14444	86171	121176	139344	-152282	
Resultado Líquido	18440	22698	222690	319507	369286	405079	

FUNDO DE MANEIO	2009	2010	2011	2012	2013 E	2014E	VT
Fundo de Maneio Activo	424786	208027	211348	217706	219230	221861	
Taxa de Crescimento		-					
		51,0%	1,6%	3,0%	0,7%	1,2%	

%Prest.Serviços+Subs.Exploração

9,6% 5,0% 5,0% 5,0% 5,0% 5,0%

Cientes	9946	9151	9462	1017	1028	10404
%Prest.Serviços(D)	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
AdiantamentosaFornecedore s	24204	0	0	0	0	0
%Prest.Serviços+Subs.Exploração(D)	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EstadoeOutrosEntesPúblicos	675	0	0	0	0	0
%Prest.Serviços+Subs.Exploração(D)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
OutrosDevedores(exceptogrupo)	79860	75031	76278	79090	79518	80472
%Prest.Serviços+Subs.Exploração(D)	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Outrascontasareceber	60000	60997	63246	63588	64351	
%Prest.Serviços+Subs.Exploração(D)	0,0%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
AcréscimodeProveitos(subsídios)	93691	0	0	0	0	0
%Subsídiosàexploração	4,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CustosDiferidos	216410	63844	64610	65192	65844	66634
Rendas	7044	7044	7129	7193	7265	7352
Taxadecrescimento(D)			1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Rendas(grupo)	56800	56800	57482	57999	58579	59282
Taxadecrescimento(D)			1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
OutrosCustosDiferidos	152566					

FundodeManeioPassivo	1081134	676273	672459	679516	682502	687793
		-				
		37,4	-			
TaxadeCrescimento		%	0,6%	1,0%	0,4%	0,8%
%Prest.Serviços+Subs.Exploração	24,5%	16,3%	16,0%	15,6%	15,6%	15,5%

Fornecedores	3649 54	8484 7	8110 5	8381 4	8431 4	85326
%FSE(exc.Honor.ER endas)	39,8 %	11,8 %	11,8 %	11,8 %	11,8 %	11,8%
EstadoeOutrosEntesPúblicos	5968 2	7996 2	8129 1	8428 8	8474 4	85761
%Prest.Serviços+Sub s.Exploração(D)	1,4% %	1,9% %	1,9% %	1,9% %	1,9% %	1,9%
OutrosCredores	2394 47	2350 6	2181 9	2252 5	2252 8	22798
%FSE(exc.Honor.ER endas)	10,6 %	1,0% %	1,0% %	1,0% %	1,0% %	1,0%
SaldoEmp.Grupo	3010 00	3010 00	3010 00	3010 00	3010 00	301000
AcréscimodeCustos	3848 04	4517 42	4520 28	4526 73	4547 00	457258
RemuneraçõesaLiqui dar	1049 96	1929 34	1929 34	1929 34	1948 63	197202
%Remunerações+Enc argos	7,8% %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5%
Outros	3820 8	1720 8	1749 4	1813 9	1823 7	18456
%Prest.Serviços+Sub s.Exploração(D)	0,9% %	0,4% %	0,4% %	0,4% %	0,4% %	0,4%
CedênciadeInstalaçõe s	2416 00	2416 00	2416 00	2416 00	2416 00	241600
Taxadecrescimento(D)		0,0% %	0,0% %	0,0% %	0,0% %	0,0%
ProveitosDiferidos	3224 7	3621 6	3621 6	3621 6	3621 6	36651
Subsídios	3224 7	3621 6	3621 6	3621 6	3621 6	36651
%SubsídioDREL	1,7% %	1,8% %	1,8% %	1,8% %	1,8% %	1,8%
FundodeManeio	6563 48	4682 47	4611 11	4618 10	4632 72	-465932
%Prest.Serviços+Sub s.Exploração(D)	14,9 %	14,9 %	14,9 %	14,9 %	14,9 %	14,9%
InvestimentoemFundodeMa neio	4218 385	- 1881 01	- 7136	699	1462	2660

BALANÇO	2009	2010	2011	2012	2013 E	2014E	VT
---------	------	------	------	------	-----------	-------	----

Activo

Imobilizado							
Imobilizações Incorpóreas	0	0	0	0	0	0	
Imobilizações Corpóreas	6904	5602	4301	2999	1935		
Investimentos Financeiros	12	69	26	82	41	96	854
	4236						
	93	0	0	0	0	0	
				1017	1028		
Clientes	9946	9151	9462	9	0		10404
Adiantamentos a Fornecedores	2420						
	4	0	0	0	0	0	
Estado e Outros Entes Públicos	675	0	0	0	0	0	
	4346	5462	4846	4350	4350		
Outros Devedores	624	007	567	077	547	435	1552
Títulos Negociáveis	936	936	936	936	936	936	
Caixa e Equivalentes (negativo = emprestimo)		1695	1307	7754	5426		
	5341	71	09	8	8		57689
		6000	6099	6324	6358		
Outras contas a receber	0	0	7	6	8		64351
	9369						
Acréscimo de Proventos	1	0	0	0	0	0	
	2164	6384	6461	6519	6584		
Custos Diferidos	10	4	0	2	4		66634
Ajustamento							559
	5811	6325	5543	4867	4739		
TOTAL DE ACTIVO	932	778	407	160	004	4648	979

Capital Próprio

Capital Social	2060	1200	1200	1200	1200		
	04	000	000	000	000	1200	0000
	7277						
Reservas	38	0	0	0	0	0	
			2269	2453	5648		
Resultados Transitados	0	0	8	89	96	934	182
Resultado Líquido do Exercício	1844	2269	2226	3195	3692		
	0	8	90	07	86	405	079
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO	9521	1222	1445	1764	2134		
	82	698	389	896	182	2539	261

Passivo

Dívidas a Instituições de Crédito	3187	3928	2928	1928	1428		
	018	576	576	576	576	928	576
	3649	8484	8110	8381	8431		
Fornecedores	54	7	5	4	4	85	326
	2905	1923	1923	1923	1923		
Fornecedores de Imobilizado	45	49	49	49	49	192	349
	5968	7996	8129	8428	8474		
Estado e Outros Entes Públicos	2	2	1	8	4	85	761

	5404	3245	3228	3235	3235	
OutrosCredores	47	06	19	25	28	323798
	3848	4517	4520	4526	4547	
AcréscimodeCustos	04	42	28	73	00	457258
	3224	3621	3621	3621	3621	
ProveitosDiferidos	7	6	6	6	6	36651
Ajustamento	53	4882	3635	823	395	
	4859	5103	4098	3102	2604	
TOTALPASSIVO	750	080	019	264	822	2109718
	5811	6325	5543	4867	4739	
TOTALCAPITALPRÓPRIO+PASSIVO	932	778	407	160	004	4648979
Check	0	0	0	0	0	0

							Year-EndDecember	
CálculosdeRúbricasDiversas	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E		

InterestCost

	4299	1705	1316	7848	5520	
Applications	70	07	45	4	4	58625
InterestRate(active)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
	2149	1501				
InterestReceived	9	2	7554	5253	3342	2846
	3477	4120	3120	2120	1620	
FundingRequirements(NegativeNetCash+Loans)	563	925	925	925	925	1120925
InterestRate(passive)	5,2%	5,2%	6,0%	6,6%	7,2%	7,6%
	1812	1980	2161	1716	1347	
InterestPaid	99	69	69	71	07	104190
	-	-	-	-	-	
	1598	1830	2086	1664	1313	
FinancialResult	00	57	15	17	64	-101345

ExtraordinaryItems

	6533					
ExtraordinaryIncome	2	0	0	0	0	0
		4721				
Extraordinarycosts	0	1	0	0	0	0

	-					
	6533	4721				
Extraordinary Items	2	1	0	0	0	0

Revaluations direct to "Carried Results"

		2374				
Calculation	0	3	0	0	0	0

Income Taxes

	2985	3714	3088	4406	5086	
Earnings Before Taxes (EBT)	0	2	62	83	30	557361

Losses available to use for tax purposes

-From 2008	0	0	0	0	0	0
-From 2009		0	0	0	0	0
-From 2010			0	0	0	0
-From 2011				0	0	0
-From 2012					0	0
-From 2013						0

Losses available to use for tax purposes

	0	0	0	0	0	0
--	----------	----------	----------	----------	----------	----------

Losses used for Taxes purposes

-From 2008	0	0	0	0	0	0
-From 2009	0	0	0	0	0	0
-From 2010	0	0	0	0	0	0
-From 2011	0	0	0	0	0	0
-From 2012	0	0	0	0	0	0
-From 2013	0	0	0	0	0	0

Losses used for tax purposes

	0	0	0	0	0	0
--	----------	----------	----------	----------	----------	----------

	2985	3714	3088	4406	5086	
Collectable Income	0	2	62	83	30	557361
Tax rate (IRC)	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%

Autonomous Tax	3500	4601	4323	4395	4557	4582
As % of total margin	0,07%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,104%

	-	-	-	-	-	
	1141	1444	8617	1211	1393	
Income Tax	0	4	1	76	44	-152282

	-	-	-	-	-	
EffectiveTaxRate	38,2	38,9	27,9	27,5	27,4	-27,3%
	%	%	%	%	%	

							Year- EndDecem ber	
FundingandOtherAssumptio ns	2009	2010	2011	2012 E	2013 E	2014E		

ShareCapital	2060 04	4300 79	4300 79	4300 79	4300 79	430079	430079
---------------------	------------	------------	------------	------------	------------	--------	--------

+Increase	2240	75					
-Reduction							

ShareCapital- IncorporationofReserves	0	7699 21	7699 21	7699 21	7699 21	769921	769921
--	---	------------	------------	------------	------------	--------	--------

+Increase	7699	21					
-Reduction							

IssuingPremium	0	0	0	0	0	0	0
-----------------------	---	---	---	---	---	---	---

+Increase							
Reduction							

Reserves	7277 38	0	0	0	0	0	0
-----------------	------------	---	---	---	---	---	---

+Incr ease	0	0	0	0	0	0	0
-Reduction	7277 38						

Ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
-------	------	------	------	------	------	------	------

CarriedResults	0	2269 8	2453 89	5648 96	934182	1339261
-----------------------	---	-----------	------------	------------	--------	---------

+Incr ease	4218 3	2269 8	2226 90	3195 07	369286	405079
-Reduction	4218 3					

Ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
-------	------	------	------	------	------	------	------

SupplementaryCapital	0	0	0	0	0	0	0
-----------------------------	---	---	---	---	---	---	---

+Increase							
-Reduction							

Dividendos

AnnualAmount	0	0	0	0	0	
---------------------	---	---	---	---	---	--

Pay-outratio	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
--------------	----	------	------	------	------	------

Shareholder's loans	0	0	0	0	0	0
+Increase						
-Reduction						

Dívidas Instituições de Crédito	3187018	3928576	2928576	1928576	1428576	928576
+Increase		741558				
-Reduction			1000000	1000000	500000	500000

Investimentos Financeiros	423693	0	0	0	0	0
+Increase						
-Reduction		423693				

Outros Devedores	4346624	5462007	4846567	4350077	4350547	4351552
+Increase		1115383			470	1005
-Reduction			615440	496490		

Títulos Negociáveis	936	936	936	936	936	936
+Increase						
-Reduction						

Fornecedores de Imobilizado	290545	192349	192349	192349	192349	192349
+Increase						
-Reduction		98196				

						Year- End Decem ber	
CashFlowStatement(in€)	2009	2010	2011	2012 E	2013 E	2014E	

Cashinflows

	2269	2226	3195	3692	
Resultados Líquidos	8	90	07	86	405079
	1301	1301	1301	1064	
Depreciation	43	43	43	41	96687
Shareholders Loans Increase	0	0	0	0	0
	2240				
Share Capital Increase	75	0	0	0	0
Emission Prizes Increase	0	0	0	0	0
		6154	4964		
Loan to others decrease	0	40	90	0	0
	7415				
Medium Term Loan Increase	58	0	0	0	0
Working Capital Divestment	0	0	699	1462	2660
Rentings increase	0	0	0	0	0
Divestment of Financial Investments	4236				
	93	0	0	0	0
Valuation increase (direct to carried interest)	2374				
	3	0	0	0	0
Total Cashinflows	1565	9682	9468	4771	
	911	74	40	90	504426

Cashoutflows

	1881				
Working Capital Investment	01	7136	0	0	0
Capex	0	0	0	0	0
	9819				
Rentings decrease	6	0	0	0	0
Shareholders Loans Decrease	0	0	0	0	0
	1115				
Loan to others increase	383	0	0	470	1005
		1000	1000	5000	
Medium Term Loan Decrease	0	000	000	00	500000
Other assets increase	0	0	0	0	0
Revolving Reimbursement	0	0	0	0	0
Financial Investment	0	0	0	0	0
Bonds increase	0	0	0	0	0
Fixed Assets Suppliers Increase	0	0	0	0	0
Dividends payment	0	0	0	0	0
Total CashOutflows	1401	1007	1000	5004	
	680	136	000	70	501005

		-	-	-	
	1642	3886	5316	2328	
Cashinflows-Cashoutflows	30	2	0	0	3421
CashSurplusReimbursement	5341	1695 71	1307 09	7754 8	54268
<i>RevolvingDebtIncrease</i>	0	0	0	0	0
CashSurplus	5341	1695 71	1307 09	7754 8	54268
Check	0	0	0	0	0

CaixaPositiva	0	0	0	0
	1307	7754	5426	
	09	9	8	57689

						Year- EndDecem ber	
Resumo(parágrafo)	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	
Cashinflows		1565 911	9682 74	9468 40	4771 90	504426	0
Cashoutflows(ex-dividends)		- 1401 680	- 1007 136	- 1000 000	- 5004 70	-501005	0
Cashbalance		1642 30	3886 2	5316 0	2328 0	3421	0
Dividends		0	0	0	0	0	0

						Year- EndDecem ber	
NetCashPosition	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	
Cash		1695 5341 4236	1307 71	7754 09	5426 8	57689	0
Applications		93	0	0	0	0	
Loans		3187 018	3928 576	2928 576	1928 576	1428 576	928576
		- 2757	- 3759	- 2797	- 1851	- 1374	
NetCashPositionYearEnd	984	005	867	028	308	-870887	0

								Year- EndDecem ber
DCF Calculation(in€)	2009	2010	2011	2012	2013 E	2014E		Perpet.

FreeCashFlows

	1243	2674	5174	6071	6399		
EBIT	18	10	77	00	95	658706	675174
	3472	1301	1301	1301	1064		
Depreciation	21	43	43	43	41	96687	96687
		-					
	4218	1881	-				
WorkingCapitalInvestment	385	01	7136	699	1462	2660	2660
	-						
	1782						
Capex	35	0	0	0	0	0	-96687

	4511	2094	6404	7379	7478		
FreeAnnualCashFlow	689	52	85	43	98	758053	677834

	0,76	0,87		1,12	1,27		
DiscountFactor	1	2	1	8	1	1,433	

Presentvalueofannualcashf lows	0	2400	6404	6544	5882		
		70	85	72	74	528818	

ShareholdersValue

2412049

10 - AvaliaçãoIPA

ResumoOperacional	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	VT
-------------------	------	------	-----------	-----------	-----------	-------	----

CITE							
------	--	--	--	--	--	--	--

#dealunos(anolectivo)	238	210	240	250	274	280	
#dealunos(média)	269	229	220	243	258	276	

#deturmas	13	12	15	15	15	15	
alunosporturma	21,5	19,5	16,0	16,7	18,3	18,7	

Receitamédiaporaluno(inc.sub sidio)	3469	3581	3622	3651	3685	3725	
Subsídiodioporluno	0	0	0	0	0	0	

Custos operativos por aluno	-	-	-	-	-	-
	3384	4579	4480	4084	3830	-3565
dos quais:						
... Rend. médio por aluno	-430	-740	-769	-695	-662	-627
... Vencimentos por aluno	2298	3199	3276	2951	2726	-2493
... (# de colaboradores)	22	22	22	22	22	22

EBITDA por aluno	85,5	99,9	85,9	43,8	14,7	160,1
Resultado líquido por aluno	3,2	105,5	93,1	53,6	26,8	47,2

Dados Operacionais	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	VT
Prestação de Serviços	919861	811497	789676	880431	942078	1018799	
Taxa de Crescimento		11,8%	-2,7%	11,5%	7,0%	8,1%	

# de turmas	13	12	15	15	15	15
Alunos por Turma	21,5	19,5	16,0	16,7	18,3	18,7
Novas-Extinções	0	0	3	0	0	0
# médio de alunos	269	229	220	243	258	276
Alunos (ano lectivo)	238	210	240	250	274	280
Entradas-Saídas	6	-28	30	10	24	6
Taxa de crescimento de alunos	2,4%	15,1%	-3,8%	10,6%	6,0%	7,0%
Propina e Mensalidades	739600	654521	637270	711203	761611	824524
Receita média por aluno	2746	2862	2897	2923	2952	2987
Taxa de crescimento	11,3%	4,2%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Matrículas	53592	45500	44300	49440	52944	57317
Receita média por aluno	199	199	201	203	205	208
Taxa de crescimento	6,3%	0,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%

Exames	4008 2	3403 0	3313 3	3697 7	3959 7	42868
Receita média por aluno	149	149	151	152	153	155
Taxa de crescimento	2,4%	0,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Alunos de 1º ano (ano lectivo)	81	91	85	89	90	90
Entradas-Saídas	-1	10	-6	4	1	0
Taxa de crescimento das inscrições	2,4%	12,3%	-6,6%	4,7%	1,1%	0,0%
Candidaturas	1359 0	1526 8	1443 2	1524 7	1557 3	15760
Receita média por aluno	168	168	170	171	173	175
Taxa de crescimento	2,4%	0,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Outros	7299 7	6217 9	6054 1	6756 4	7235 3	78330
% Propinase Mensalidades	9,9%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Taxa de crescimento	-	14,8%	-2,6%	11,6%	7,1%	8,3%

Outros Provedores Operacionais	1450 6	7419	7223	8061	8633	9346
% Propinase Mensalidades	2,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Taxa de crescimento	17,0%	48,9%	-2,6%	11,6%	7,1%	8,3%

Total de Provedores Operacionais	9343 67	8189 16	7969 00	8884 93	9507 11	1028145
Taxa de Crescimento	-	12,4%	-2,7%	11,5%	7,0%	8,1%

FSE	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	VT
Fornecimento de Serviços Externos	-4569 52	-5159 29	-5601 81	-5678 37	-5575 51	-547953	
Taxa de Crescimento	-	12,9%	8,6%	1,4%	-	1,8%	-1,7%

	63,0	70,3	63,9	58,6	
%Proveitos Operacionais	%	%	%	%	53,3%

Rendase Alugueres	-115789	-169200	-169200	-169200	-170892	-172943
Taxa decrescimento(D)	46,1%	0,0%	0,0%	1,0%	1,2%	
Honorários-Professores/Fornecedores	-145757	-174379	-270000	-263751	-242328	-218925
%Prest.Serviços(D)	15,8%	21,5%	34,2%	30,0%	25,7%	-21,5%
Taxa decrescimento	19,6%	54,8%	-	2,3%	8,1%	-9,7%
Publicidade e Propaganda	-84045	-79384	-30515	-34022	-36404	-39369
Publicidade e Propaganda Anual	-84045	-31358	-30515	-34022	-36404	-39369
%Prest.Serviços(D)	9,1%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	-3,9%
Taxa decrescimento	62,7%	-	11,5%	7,0%	8,1%	
Reconhecimento-custos dif.	-48026					
Trabalhos Especializados	-37256	-32141	-31277	-34871	-37313	-40352
%Prest.Serviços(D)	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	-4,0%
Taxa decrescimento	13,7%	-	11,5%	7,0%	8,1%	
Outros custos	-74105	-60825	-59190	-65993	-70614	-76365
%Prest.Serviços(D)	8,1%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	-7,4%

Custos Operacionais	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	VT
	-						
	1836	-	-	-	-		
Outros Custos Operacionais	0	6167	6047	6547	6887	-7310	
		-					
		66,4	-				
Taxa de Crescimento		%	2,0%	8,3%	5,2%	6,1%	
% Proveitos Operacionais	2,0%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	

Ajustamentos	-						
	7167	0	0	0	0	0	
% Proveitos Operacionais (D)	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Impostos	-	-	-	-	-		
	2919	2558	2490	2776	2970	-3212	
% Proveitos Operacionais (D)	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	
Quotizações	-	-	-	-	-		
	1693	1693	1693	1693	1693	-1693	
% Remunerações	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	
Serviços Bancários	-	-	-	-	-		
	2186	1916	1864	2079	2224	-2405	
% Proveitos Operacionais (D)	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	
Outros Custos	-						
	4395						

CAPEX	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	VT
Imobilizado Incorporado Bruto (existente)	66157	66157	66157	66157	66157		66157
Capex	0						
Amortizações Acumuladas Iniciais	66157	66157	66157	66157	66157		-66157
Amortizações do Exercício	0	0	0	0	0	0	
Taxa de Amortização	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Regularizações de Amortizações	0						
Amortizações Acumuladas Finais	66157	66157	66157	66157	66157		-66157

Imobilizado Incorpóreo Líquido (exist.)	0	0	0	0	0	0
--	----------	----------	----------	----------	----------	----------

Imobilizado Corpóreo Bruto (existente)	1125 635	1125 635	1125 635	1125 635	1125 635	1125635
Capex	1237 2					
Amortizações Acumuladas Iniciais	- 1073 944	- 1096 977	- 1109 733	- 1116 483	- 1121 059	-1125635
Amortizações do Exercício	- 2303 3	- 1275 6	- 6750	- 4576	- 4576	0
Taxa de Amortização	2,0%	1,1%	0,6%	0,4%	0,4%	0,0%
Regularizações de Amortizações	0					
Amortizações Acumuladas Finais	1096 977	1109 733	1116 483	1121 059	1125 635	-1125635
Imobilizado Corpóreo Líquido (exist.)	2865 8	1590 2	9152	4576	0	0

Imobilizado em curso	0					
Invest. em Imob. Corp. (Novo)	0	0	0	0	0	0
Taxa de crescimento		1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	
Amortização	12,5%					
2010	0	0	0	0	0	
2011		0	0	0	0	
2012			0	0	0	
2013				0	0	
2014					0	
Amortização Anual	0	0	0	0	0	
Imobilizado Corpóreo Bruto (novo)	0	0	0	0	0	
Amortizações Acumuladas	0	0	0	0	0	
Imobilizado Corpóreo Líquido (novo)	0	0	0	0	0	

Imobilizado Corpóreo Líquido (total)	2865 8	1590 2	9152	4576	0	0
% Proveitos Operacionais (D)	3,1%	1,9%	1,1%	0,5%	0,0%	0,0%

	- 2303 3	- 1275 6	- 6750	- 4576	- 4576	0
Amortização anual	1237 2	0	0	0	0	0
Capex Total						

DEMONSTRAÇÃO RESULTADOS	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	VT
Proveitos Operacionais	934367	818916	796900	888493	950711	1028145	
Fornecimento de Serviços Externos	-	-	-	-	-	-	
	456952	515929	560181	567837	557551	-547953	
Custos com Pessoal	-	-	-	-	-	-	
	436033	524999	419415	419415	423609	-428692	
Outros Custos Operacionais	18360	-	-	-	-	-	
	0	6167	6047	6547	6887	-7310	
EBITDA	23022	228179	188743	105306	37337	44189	
% Proveitos Operacionais	2,5%	27,9%	23,7%	11,9%	-	3,9%	4,3%
Amortizações	-	-	-	-	-	-	
	23033	12756	-	-	-	-	
EBIT	-11	35	93	82	3	44189	
% Proveitos Operacionais	0,0%	29,4%	24,5%	12,4%	-	4,4%	4,3%
Resultados Financeiros	-	-	-	-	-	-	
	1323	5260	10221	19961	27700	-31153	
Resultados Extraordinários	815	4842					
EBT	2127	53	15	43	2	13036	
IRC	-	-	-	-	-	-	
	1276	0	0	0	0	0	
Resultado Líquido	851	53	15	43	2	13036	
FUNDO DE MANEIO							
Fundo de Maneio Ativo	91579	32100	31582	33761	35369	37369	
Taxa de Crescimento		64,9%	-	1,6%	6,9%	4,8%	5,7%

%ProveitosOperacionais 9,8% 3,9% 4,0% 3,8% 3,7% 3,6%

Cientes	0	6342	6175	6891	7380	7989
%PropinaseMensalidades(D)	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
AdiantamentosaFornecedores	0	0	0	0	0	0
%ProveitosOperacionais(D)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EstadoeOutrosEntesPúblicos	7260	5800	5644	6293	6733	7282
%ProveitosOperacionais(D)	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
OutrosDevedores(exceptogrupo)	5156	4519	4397	4903	5246	5673
%ProveitosOperacionais(D)	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
AcréscimodeProveitos	1909	0	0	0	0	0
%Prest.Serviços(D)	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
DívidasdeClientes	1909					
CustosDiferidos	6006	1543	1536	1567	1601	
Seguros	4	9	5	4	0	16424
%Outros(D)	3359	2757	2683	2991	3201	3461
OutrosCustosDiferidos	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Rendas(grupo)	8679	1268	1268	1268	1280	
%deRendas(FSE)	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Publicidade	4802	6				

FundodeManeioPassivo	1809	9841	9622	1026	1071	
	25	7	9	82	84	112822
		-				
		45,6	-			
TaxadeCrescimento		%	2,2%	6,7%	4,4%	5,3%
	19,4	12,0	12,1	11,6	11,3	
%ProveitosOperacionais	%	%	%	%	%	11,0%

Fornecedores	1053	3634	3536	3943	4219	
	23	3	6	1	2	45628
Fornecedores de Publicidade	9359					
	1					
Outros	1173	3634	3536	3943	4219	
	2	3	6	1	2	45628
% FSE (trab. espec. + outros fse's)	94,6%	39,1%	39,1%	39,1%	39,1%	39,1%
Estado e Outros Entes Públicos	2686	1991	1986	2214	2369	
	7	1	1	4	4	25624
% Prestação Serviços (D)	2,9%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Outros Credores	7423	7105	7714	7820	7678	7546
% FSE (exc. Honor. E Rendas)	1,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Acréscimo de Custos	4131	3505	3328	3328	3362	
	2	8	8	8	0	34024
Remunerações a Liquidar	3987	3505	3328	3328	3362	
	2	8	8	8	0	34024
% Remunerações + Encargos	9,4%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Outros	1440					
Fundo de Maneio	-	-	-	-	-	
	8934	6631	6464	6892	7181	
	6	7	7	1	5	-75452
% Proventos Operacionais (D)	9,6%	8,1%	8,1%	7,8%	7,6%	7,3%
Investimento em Fundo de Maneio	1709	-	-	-	-	
	4	2302	1669	4274	2894	3637

BALANÇO	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	VT
---------	------	------	--------	--------	--------	--------	----

Activo

Imobilizado						
Imobilizações Incorpóreas	0	0	0	0	0	0
Imobilizações Corpóreas	2865	1590				
	8	2	9152	4576	0	0
Investimentos Financeiros	0	0	0	0	0	0
Clientes	0	6342	6175	6891	7380	7989
Adiantamentos a Fornecedores	0	0	0	0	0	0
Estado e Outros Entes Públicos	7260	5800	5644	6293	6733	7282

OutrosDevedores	5156	4367	4065	4143	4478	4885
	3210	8780	8780	8780	8780	
OutrosDevedores(grupo)	00	5	5	5	5	87805
TítulosNegociáveis	0	0	0	0	0	0
CaixaeEquivalentes(negativo	1710	1350	1286			
=emprestimo)	3	1	6	1874	4732	21405
	1909					
AcréscimodeProveitos	9	0	0	0	0	0
	6006	1543	1536	1567	1601	
CustosDiferidos	4	9	5	4	0	16424
Ajustamento		150	331	758	766	787
	4583	1493	1414	1280	1279	
TOTALDEACTIVO	40	06	03	13	03	146577

CapitalPróprio

	1575	1575	1575	1575	1575	
CapitalSocial	0	0	0	0	0	15750
	3750	3750	3750	3750	3750	
Reservas	47	47	47	47	47	375047
	-	-	-	-	-	
ResultadosTransitados	1431	1389	3802	5859	7158	
	73	09	62	77	19	-785432
		-	-	-	-	
ResultadoLíquidodoExercíci		2413	2057	1298	6961	
o	851	53	15	43	2	13036
			-	-	-	
TOTALDOCAPITALPRÓPRIO	2484	1053	1951	3250	3946	
	75	5	80	22	35	-381598

Passivo

Provisões	4395	4395	4395	4395	4395	4395
DívidasaInstituiçõesdeCrédit		1141	2114	3214	3864	
o	0	6	16	16	16	386416
	1053	3634	3536	3943	4219	
Fornecedores	23	3	6	1	2	45628
	2215	2215	2215	2215	2215	
FornecedoresdeImobilizado	4	4	4	4	4	22154
Accionistas	2389	2389	2389	2389	2389	2389
	2686	1991	1986	2214	2369	
EstadoeOutrosEntesPúblicos	7	1	1	4	4	25624
OutrosCredores	7423	7105	7714	7820	7678	7546
	4131	3505	3328	3328	3362	
AcréscimodeCustos	2	8	8	8	0	34024
Ajustamento	2					
	2098	1387	3365	4530	5225	
TOTALPASSIVO	65	71	83	36	38	528176
TOTALCAPITALPRÓPRIO+PASSIVO	4583	1493	1414	1280	1279	
	40	06	03	13	04	146577

Check 0 0 0 0 0 0

						Year- EndDecem ber	
CálculosdeRúbricasDiversas	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	

InterestCost

	1710	1350	1286			
Applications	3	1	6	1874	4732	21405
InterestRate(active)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
InterestReceived	855	675	659	369	165	653
FundingRequirements(Negat iveNetCash+Loans)	2215 4	3357 0	2335 70	3435 70	4085 70	408570
InterestRate(passive)	5,2%	5,2%	5,9%	6,5%	7,2%	7,7%
				1882	2711	
InterestPaid	1155	1435	7881	9	5	31431
FinancialResultsAdjustment	1623	-4500	-3000	-1500	-750	-375
		-	-	-	-	
FinancialResult	1323	5260	1022 1	1996 1	2770 0	-31153

ExtraordinaryItems

ExtraordinaryIncome	815	4842	0	0	0	0
Extraordinarycosts	0	0	0	0	0	0
ExtraordinaryItems	815	4842	0	0	0	0

Reevaluationsdirectto"Carri edResults"

Calculation	0	3413	0	0	0	0
-------------	---	------	---	---	---	---

IncomeTaxes

		-2413	-2057	-1298	-6961	
EarningsBeforeTaxes(EBT)	2127	53	15	43	2	13036

Losses available to use for tax purposes

-From 2008	0	0	0	0	0	0
-From 2009		0	0	0	0	0
			2413	2413	2413	
-From 2010			53	53	53	241353
				2057	2057	
-From 2011				15	15	205715
					1298	
-From 2012					43	129843
-From 2013						69612
Losses available to use for tax purposes	0	0	2413	4470	5769	
			53	68	11	646523

Losses used for Tax purposes

-From 2008	0	0	0	0	0	0
-From 2009	0	0	0	0	0	0
-From 2010	0	0	0	0	0	13036
-From 2011	0	0	0	0	0	0
-From 2012	0	0	0	0	0	0
-From 2013	0	0	0	0	0	0
Losses used for tax purposes	0	0	0	0	0	13036

		-	-	-	-	
		2413	2057	1298	6961	
Collectable Income	2127	53	15	43	2	0
	26,5	26,5	26,5	26,5	26,5	
Tax rate (IRC)	%	%	%	%	%	26,5%
Autonomous Tax	712	0	0	0	0	0
As % of total margin	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Income Tax	1276	0	0	0	0	0

	-					
	60,0					
Effective Tax Rate	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

						Year-End December	
Funding and Other Assumptions	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	
Share Capital	15750	15750	15750	15750	15750	15750	15750
+ Increase							

-Reduction

IssuingPremium

0	0	0	0	0	0	0
---	---	---	---	---	---	---

+Increase

-Reduction

Reserves

3750	3750	3750	3750	3750		
47	47	47	47	47	375047	375047

+Incr

ease

0	0	0	0	0	0	0
---	---	---	---	---	---	---

-Reduction

Ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
-------	------	------	------	------	------	------	------

SupplementaryCapital

0	0	0	0	0	0	0
---	---	---	---	---	---	---

+Increase

-Reduction

Dividendos

AnnualAmount

0	0	0	0	0	0
---	---	---	---	---	---

Pay-outratio

0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
----	------	------	------	------	------

Shareholder'sloans

0	0	0	0	0	0	0
---	---	---	---	---	---	---

+Increase

-Reduction

DívidasaInstituiçõesdeCrédito

0	1141	2114	3214	3864	
	6	16	16	16	386416

+Incr

ease

1141	2000	1100	6500
6	00	00	0

-Reduction

InvestimentosFinanceiros

0	0	0	0	0	0
---	---	---	---	---	---

+Incr

ease

-Reduction

0

OutrosDevedores

5156	4367	4065	4143	4478	4885
------	------	------	------	------	------

+Incr

ease

78	335	407
----	-----	-----

-Reduction

789	302
-----	-----

OutrosDevedores(grupo)

3210	8780	8780	8780	8780	
00	5	5	5	5	87805

+Incr

ease

	2331
-Reduction	95

Títulos Negociáveis	0	0	0	0	0	0	0
+Increase							
-Reduction							

Fornecedores de Imobilizado	2215	2215	2215	2215	2215		
o	4	4	4	4	4	22154	22154
+Increase							
-Reduction							

							Year-End December	
Cash Flow Statement (in €)	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E		

Cash inflows

	-	-	-	-		
Resultados Líquidos	2413	2057	1298	6961		
	53	15	43	2	13036	
	1275					
Depreciation	6	6750	4576	4576	0	
Shareholders Loans Increase	0	0	0	0	0	
Share Capital Increase	0	0	0	0	0	
Emission Prizes Increase	0	0	0	0	0	
	1141	2000	1100	6500		
Medium Term Loan Increase	6	00	00	0	0	
Working Capital Divestment	0	0	4274	2894	3637	
Divestment of Financial Investments	0	0	0	0	0	
Reduction of Fixed Assets Suppliers	0	0	0	0	0	
Reduction of other debtors – group	2331	95	0	0	0	
Valuation increase (direct carried interest)	3413	0	0	0	0	
				-		
Total Cash inflows	19427	1035	3	1099	2858	16674

Cash outflows

	2302				
WorkingCapitalInvestment	9	1669	0	0	0
Capex	0	0	0	0	0
ShareholdersLoansDecrease	0	0	0	0	0
MediumTermLoanDecrease	0	0	0	0	0
Otherassetsincrease	0	0	0	0	0
RevolvingReimbursment	0	0	0	0	0
FinancialInvestment	0	0	0	0	0
Bondsincrease	0	0	0	0	0
FixedAssetsSuppliersIncreas e	0	0	0	0	0
Increaseofotherdebtors– group	0	0	0	0	0
Dividendspayment	0	0	0	0	0
	2302				
TotalCashOutflows	9	1669	0	0	0
			-		
	-		1099		
Cashinflows-Cashoutflows	3602	-634	3	2858	16674
	1710	1350	1286		
CashSurplusReimbursment	3	1	6	1874	4732
<i>RevolvingDebtIncrease</i>	0	0	0	0	0
CashSurplus	1710 3	1350	1286	1874	4732
	1	6	1874	4732	21405
Check	0	0	0	0	0

CaixaPositiva

							Year-EndDecember	
Resumen(parágrafo)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E		
Cashinflows	19427	1035	3	1099	2858	16674	0	
Cashoutflows(ex-dividends)	-23029	-1669	0	0	0	0	0	
Cashbalance	-3602	-634	3	1099	2858	16674	0	
Dividends	0	0	0	0	0	0	0	

							Year- EndDecem ber	
NetCashPosition	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E		
	1710	1350	1286					
Cash	3	1	6	1874	4732	21405	0	
Applications	0	0	0	0	0	0		
		1141	2114	3214	3864			
Loans	0	6	16	16	16	386416	0	
	1710		-	-	-			
NetCashPositionYearEnd	3	2085	50	42	84	-365011	0	

							Year- EndDecem ber	
DCFCalculation(in€)	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	Perpet.	

FreeCashFlows

		-	-	-	-			
		2409	1954	1098	4191			
EBIT	-11	35	93	82	3	44189	45294	
	2303	1275						
Depreciation	3	6	6750	4576	4576	0	0	
		-						
	1709	2302	-					
WorkingCapitalInvestment	4	9	1669	4274	2894	3637	3637	
	-							
	1237							
Capex	2	0	0	0	0	0	0	
		-	-	-	-			
	2774	2512	1904	1010	3444			
FreeAnnualCashFlow	4	08	13	32	3	47826	48931	
	0,76	0,87		1,12	1,27			
DiscountFactor	1	2	1	8	1	1,433		
		-	-	-	-			
		2879	1904	8960	2709			
Presentvalueofannualcashf lows	0	30	13	4	1	33364		

ShareholdersValue

-273745

11 – Avaliação Colégio Cesário Verde

Resumo Operacional	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	V T
--------------------	------	------	-----------	-----------	-----------	-----------	--------

Cesário Verde

#de alunos(ano lectivo)	335	310	289	384	464	534	
Infantário e creche	53	50	47	62	72	82	
Pré-escolar	61	61	67	92	112	132	
1º ciclo	107	89	80	125	165	185	
2º ciclo	50	54	47	52	57	67	
3º ciclo	64	56	48	53	58	68	
Variação de alunos		-25	-21	95	80	70	
#de alunos(média)	350	327	303	321	411	487	
#de turmas	17	17	15	18	21	26	
alunos por turma	19,9	18,2	19,3	21,3	22,1	20,5	
Receita média por aluno (inc. subsidio)	3890	4017	4093	4179	4225	4276	
Subsídio médio por aluno	0	0	0	0	0	0	
Custos operativos por aluno	-3759	-3905	-4479	-5055	-4347	-4036	
dos quais:							
...Renda média por aluno	-192	-180	-443	-1123	-885	-755	
...Vencimentos por aluno	-2532	-2653	-2928	-2846	-2433	-2278	
...(#de colaboradores)	56	58	58	63	68	77	
EBITDA por aluno	255,9	293,6	232,8	746,9	22,6	394,8	
Resultado Líquido por aluno	135,5	25,9	473,6	970,8	-95,9	304,3	

Dados Operacionais	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	V T
--------------------	------	------	-----------	-----------	-----------	-----------	--------

Prestação de Serviços	1359	1308	1227	1317	17113	2059	
	215	559	113	018	55	172	
					29,9	20,3	
Taxa de Crescimento		-3,7%	-6,2%	7,3%	%	%	
Total de Alunos (média)	350	327	303	321	411	487	
Total de Alunos (ano lectivo)	335	310	289	384	464	534	
Variação de novos alunos		-25	-21	95	80	70	

60alunosmax						
InfantárioeCreche	167507	195768	186493	199692	253404	295696
TaxadeCrescimento		16,9%	-4,7%	7,1%	26,9%	16,7%
%PrestaçãodeServiços	12%	15%	15%	15%	15%	14%
#deturmas	4	4	3	5	6	7
AlunosporTurma	13,3	12,8	15,7	13,0	13,0	13,0
Novas-Extinções	0	0	0	0	0	0
#médiodealunos	46	52	49	52	65	75
Alunos(anolectivo)	53	50	47	62	72	82
Entradas-Saídas	-5	-3	-3	15	10	10
Taxadecrescimento dosalunos	2,4%	12,2%	-5,8%	6,1%	25,6%	15,3%
Mensalidades	144830	170233	162337	173826	220581	257396
Receitamédiaporaluno	3126	3274	3313	3343	3376	3417
Taxadecrescimento	11,4%	4,7%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Matrículas	13346	14979	14115	15114	19179	22380
Receitamédiaporaluno	288	288	288	291	294	297
Taxadecrescimento	14,2%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
ActividadesExtra-Curriculares	1964	2204	2077	2224	2822	3293
Receitamédiaporaluno	42	42	42	43	43	44
Taxadecrescimento	5,8%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
OutrasActividades	7367	8351	7964	8527	10821	12627
Receitamédiaporaluno	159	161	163	164	166	168
Taxadecrescimento	-21,7%	1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Pré-Escolar	274625	266084	277722	335079	443254	539500
TaxadeCrescimento		-3,1%	4,4%	20,7%	32,3%	21,7%
%PrestaçãodeServiços	20%	20%	23%	25%	26%	26%

#deturmas	3	3	3	4	5	6
AlunosporTurma	20,33	20,33	22,33	23,00	23,00	23,00
Novas-Extinções	0	0	0	10	0	0
#médiodealunos	65	61	63	75	99	119
Alunos(anolectivo)	61	61	67	92	112	132
Entradas-Saídas	-6	0	6	25	20	20
Taxadecrescimento dosalunos	2,4%	-6,2%	3,3%	19,6%	31,0%	20,3%
Mensalidades	1742	1712	1789	2159	28568	3477
Receitamédiaporalu no	57	61	99	67	8	21
Taxadecrescimento	2681	2808	2841	2867	2895	2930
	4,1%	4,7%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Matrículas	1602	1503	1552	1873		3016
Receitamédiaporalu no	2	6	9	6	24785	7
	246	246	246	249	251	254
Taxadecrescimento	15,5%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
ActividadesExtra-Curriculares	1702	1597	1649	1990		3204
Receitamédiaporalu no	1	4	7	4	26330	7
	262	262	262	264	267	270
Taxadecrescimento	5,8%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
OutrasActividades	6732	6381	6669	8047	10645	1295
Receitamédiaporalu no	5	4	7	2	1	65
	1036	1046	1059	1068	1079	1092
Taxadecrescimento	-21,7%	1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%

1ºCiclo	4566	4206	3615	4030	59274	7443
	10	06	96	32	0	95
			-			
			14,0	11,5	47,1	25,6
TaxadeCrescimento		-7,9%	%	%	%	%
%Prestação de Serviços	34%	32%	29%	31%	35%	36%
#deturmas	5	5	4	5	6	7
AlunosporTurma	21,40	17,80	20,00	30,00	30,00	30,00
Novas-Extinções	0	0	0	0	0	0
#médiodealunos	113	101	86	95	138	172

Alunos(anolectivo)	107	89	80	125	165	185
Entradas-Saídas	-7	-18	-9	45	40	20
Taxadecrescimento dosalunos	2,4%	10,6%	14,9%	10,5%	45,6%	24,1%
Mensalidades	2771	2594	2235	2491	36648	4602
Receitamédiaporalu no	81	53	71	91	5	52
Taxadecrescimento	2453	2569	2600	2623	2649	2681
	3,8%	4,7%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Matrículas	2347	2097	1786	1991		3677
Receitamédiaporalu no	2	9	4	1	29283	5
Taxadecrescimento	208	208	208	210	212	214
	-	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
ActividadesExtra-Curriculares	6876	6146	5233	5833		1077
Receitamédiaporalu no	3	1	3	0	85786	35
Taxadecrescimento	609	609	609	614	620	628
	-	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
OutrasActividades	8719	7871	6782	7560	11118	1396
Receitamédiaporalu no	4	4	8	1	6	33
Taxadecrescimento	772	779	789	796	804	813
	1,7%	1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%

2ºCiclo	1740	1950	1982	1884	20989	2387
TaxadeCrescimento	70	44	83	51	0	95
%Prestação de Serviços		12,0%	1,7%	-5,0%	11,4%	13,8%
#deturmas	1,9	2	2	2	2	3
AlunosporTurma	27,0	27,0	23,5	30,00	30,0	30,0
Novas-Extinções	0	0	0	0	0	0
#médiodealunos	47	51	52	49	54	60
Alunos(anolectivo)	50	54	47	52	57	67
Entradas-Saídas	-5	4	-7	5	5	10
Taxadecrescimento dosalunos	2,4%	8,4%	0,6%	-5,8%	10,3%	12,4%
Mensalidades	1166	1325	1349	1282	14287	1625
	89	16	77	84	8	55

Receita média por aluno	2465	2581	2612	2636	2662	2694
Taxa de crescimento	3,1%	4,7%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Matrículas	9223	10001	10066	9567	10656	12123
Receita média por aluno	195	195	195	197	199	201
Taxa de crescimento	1,3%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
Actividades Extra-Curriculares	20043	21734	21876	20791	23156	26345
Receita média por aluno	423	423	423	427	431	437
Taxa de crescimento	-7,6%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
Outras Actividades	28115	30793	31364	29809	33200	37773
Receita média por aluno	594	600	607	613	619	626
Taxa de crescimento	-9,9%	1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%

3º Ciclo	286403	231056	203020	190764	212068	240785
Taxa de Crescimento		19,3%	12,1%	-6,0%	11,2%	13,5%
% Prestação de Serviços	21%	18%	17%	14%	12%	12%
# de turmas	3	3	3	2	2	3
Alunos por Turma	21,33	19,00	16,00	30,00	30,00	30,00
Novas-Extinções	0	0	0	0	0	0
# médio de alunos	79	61	53	50	55	61
Alunos (ano lectivo)	64	56	48	53	58	68
Entradas-Saídas	-10	-8	-8	5	5	10
Taxa de crescimento dos alunos	2,4%	22,0%	13,0%	-6,9%	10,1%	12,2%
Mensalidades	201733	164690	144927	136178	151386	171886
Receita média por aluno	2564	2685	2717	2742	2769	2802
Taxa de crescimento	1,0%	4,7%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Matrículas	11935	9304	8090	7602	8451	9595

Receita média por aluno	152	152	152	153	155	156
Taxa de crescimento	2,8%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
Atividades Extra-Curriculares	26137	20375	17717	16648	18507	21013
Receita média por aluno	332	332	332	335	339	343
Taxa de crescimento	-22,6%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
Outras Atividades	46598	36688	32286	30337	33724	38291
Receita média por aluno	592	598	605	611	617	624
Taxa de crescimento	2,9%	1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%

Outros-Refeitório e Transportes	3771	3627	3412	3648	4713	5653
% Propinas Mensalidades	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Taxa de crescimento	17,0%	-3,8%	-5,9%	6,9%	29,2%	19,9%
Outros-Aluguer de Espaço			9600	19430	18984	19211
# eventos por mês			8	16	16	16
Valor por evento			100	101	99	100
Taxa de crescimento			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Taxa de crescimento			1,0%	1,2%	-2,3%	1,2%

Total de Proveitos Operacionais	1362986	1312186	1240125	1340097	1735052	2084036
Taxa de Crescimento		-3,7%	-5,5%	8,1%	29,5%	20,1%
ARPS (Receita média por aluno)	3890	4017	4093	4179	4225	4276

FSE	2009	2010	2011	2012	2013	2014	VT
-----	------	------	------	------	------	------	----

Fornecimento de Serviços Externos	-411279	383894	446381	682639	753310	817168
Taxa de Crescimento		-6,7%	16,3%	52,9%	10,4%	8,5%

		29,3	36,0	50,9	43,4	39,2
%ProveitosOperacionais		%	%	%	%	%
		-	-	-	-	-
		1891	1774	1843	2395	28828
Subcontratos	-138519	87	12	82	90	4
		36,6			29,9	20,3
TaxadeCrescimento		%	-6,2%	3,9%	%	%
		-	-	-	-	-
		14,5	14,5	14,0	14,0	14,0
%ProveitosOperacionais	10,2%	%	%	%	%	%
		-	-	-	-	-
		1947	2689	4982	5137	52888
FornecimentoseServiços	-272760	07	69	57	20	4
		-				
		28,6	38,1	85,2		
TaxadeCrescimento		%	%	%	3,1%	3,0%
		14,8	21,7	37,2	29,6	25,4
%ProveitosOperacionais		%	%	%	%	%

		-	-	-	-	-
		5879	1340	3600	3636	36796
RendaseAlugueres	-67366	2	94	00	00	3
			128,1	168,5		
Taxadecresciment			%	%	1,0%	1,2%
		-				
		5879	1340	3600	3636	36796
Honorários	-59003	-888	-833	-894	-1161	-1397
%Prest.Serviços(D)	-4,3%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
		-				
		98,5			29,9	20,3
Taxadecresciment		%	-6,2%	7,3%	%	%
		-				
		98,5			29,9	20,3
Seguros	-7193	-8047	-7547	-8100	5	1052
%Prest.Serviços(D)	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
		-	-	-	-	-
		4315	4367	4406	4451	-
Limpeza,HigieneeConforto	-42731	8	6	9	0	45044
		1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
		-	-	-	-	-
		2182	2046	2196	2854	-
Material,visitasdeestudoe outros	-18781	5	6	6	3	34344
%Prest.Serviços(D)	-1,4%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%

Água, Electricidade, Gás e Combustíveis	-28113	-28394	-28735	-28993	-29283	-29635
Taxa de crescimento (D)		1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Conservação e Reparação	-6063	-5220	-4896	-5254	-6827	-8215
% Prest. Serviços (D)	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Outros custos	-43510	-28382	-28722	-28981	-29271	-29622
% Prest. Serviços (D)		1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	

RH		2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	VT
----	--	------	------	--------	--------	--------	--------	----

Custos com Pessoal	-827919	865854	886227	911693	997973	1108861
Taxa de Crescimento		4,6%	2,4%	2,9%	9,5%	11,1%
% Proveitos Operacionais		66,0%	71,5%	68,0%	57,5%	53,2%

Remunerações	-662934	692866	709169	729547	798589	887323
% Proveitos Operacionais (D)	48,6%	52,8%	57,2%	54,4%	46,0%	42,6%
Taxa de crescimento		4,5%	2,4%	2,9%	9,5%	11,1%
Remuneração média	-11838	12227	12227	12227	12349	12498
check: encargos RH médio	-14784	15280	15280	15280	15433	15618
Taxa de crescimento		3,3%	0,0%	0,0%	1,0%	1,2%
Inflação		1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Taxa de crescimento real		2,3%	-1,2%	-0,9%	0,0%	0,0%
# Colaboradores	56	58	58	63	68	77

#Colaboradores médios		57	58	60	65	71
Entradas-Saídas	-7	2	0	5	5	9
#turmas	16,9	17,0	15,0	18,0	21,0	26,0
#turmas 1º ciclo	5,0	5,0	4,0	5,0	6,0	7,0
Cross-check: Custode prof. portu- ma		5093 2,6	5908 1,8	5064 9,6	4752 2,5	42648 ,5
			16,0 %	14,3 %	-6,2%	10,3 %
Variação						
Encargos sobre remunerações	-156968	1610 76	1648 66	1696 04	1856 54	20628 3
% Remunerações	23,7%	23,2 %	23,2 %	23,2 %	23,2 %	23,2 %
Variação						
Outras despesas com pessoal	-8017	1191 2	1219 2	1254 3	1373 0	- 15255
% Remunerações	1,2%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Variação						

CMVMC	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	VT
-------	------	------	-----------	-----------	-----------	-----------	----

CMVMC	-49193	1935 8	1829 5	1977 0	2559 6	- 30745
		60,6 %	-5,5%	8,1%	29,5 %	20,1 %
Taxa de Crescimento		34,6 %	34,6 %	34,6 %	34,6 %	34,6 %
% Proveitos Suplementares	118,4%					

Outros Proveitos e Custos Operacionais	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	VT
--	------	------	-----------	-----------	-----------	-----------	----

Outros Proveitos Operacionais	43609	5939 2	5613 0	6065 5	7853 2	94327
		36,2 %	-5,5%	8,1%	29,5 %	20,1 %
Taxa de Crescimento						
% Proveitos Operacionais (D)	3,2%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%

Proveitos Suplementares	41539	5587 2	5280 4	5706 0	7387 7	88737
% Proveitos Operacionais (D)	3,0%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%

Outros Proveitos Operacionais	2070	3520	3327	3595	4654	5591
% Proveitos Operacionais (D)	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

Outros Custos Operacionais	-28536	-6548	-6293	-6729	-8432	-9990
		-				
Taxa de Crescimento		77,1%	-3,9%	6,9%	25,3%	18,5%
% Proveitos Operacionais	2,1%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%

Ajustamentos de Dívidas a Receber	-15880	0	0	0	0	0
% Proveitos Operacionais (D)	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impostos	-5378	-5216	-4930	-5327	-6897	-8284
% Proveitos Operacionais (D)	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Quotizações	-1483	-1332	-1363	-1403	-1535	-1706
% Remunerações	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Serviços Bancários	-5795	0	0	0	0	0
% Proveitos Operacionais (D)	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

CAPEX	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	VT
-------	------	------	--------	--------	--------	--------	----

Imobilizado Incorpóreo Bruto (existente)	104748	104748	104748	104748	104748	104748
Capex	0					
Amortizações Acumuladas Iniciais	0	0	0	0	0	0
Amortizações do Exercício	0	0	0	0	0	0
Taxa de Amortização	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Regularizações de Amortizações	0					
Amortizações Acumuladas Finais	0	0	0	0	0	0
Imobilizado Incorpóreo Líquido (exist.)	104748	104748	104748	104748	104748	104748

Imobilizado Corpóreo Bruto (existente)	734001	972561	972561	972561	972561	972561
Capex	0	238560				

Amortizações Acumuladas Iniciais	-447351	-470799	-517774	-546898	-574077	-599311
Amortizações do Exercício	-23448	-46975	-29124	-27179	-25234	-23289
Taxa de Amortização	3,2%	4,8%	3,0%	2,8%	2,6%	2,4%
Regularizações de Amortizações	0					
Amortizações Acumuladas Finais	-470799	-517774	-546898	-574077	-599311	-622600
Imobilizado Corpóreo Líquido (ex ist.)	263202	454787	425663	398484	373250	349961

Imobilizado em curso	238560					
Invest. em Imob. Corp. (Novo)	0	7000	0	0	0	0
Taxa de crescimento		1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	
Amortização	10,0%					
2010	0	0	0	0	0	0
2011		-7000	-7000	-7000	-7000	-7000
2012			0	0	0	0
2013				0	0	0
2014					0	0
Amortização Anual	0	-7000	-7000	-7000	-7000	-7000
Imobilizado Corpóreo Bruto (novo)	0	7000	7000	7000	7000	70000
Amortizações Acumuladas	0	-7000	0	0	0	28000
Imobilizado Corpóreo Líquido (novo)	0	6300	5600	4900	42000	42000

Imobilizado Corpóreo Líquido (total)	501762	454787	488663	454484	422250	391961
% Proveitos Operacionais (D)	36,8%	34,7%	39,4%	33,9%	24,3%	18,8%

Amortização anual	-23448	46975	36124	34179	32234	-30289
Capex Total	238560	0	0	0	0	0

DEMONSTRAÇÃO RESULTADOS	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	VT
-------------------------	------	------	--------	--------	--------	--------	----

Prestação de Serviços	1362986	1312	1230	1320	1716	20648
		186	525	666	068	24
		-	-	-	-	-
CMVMC	-49193	1935	1829	1977	2559	-
		8	5	0	6	30745
		-	-	-	-	-
Fornecimento de Serviços Externos	-411279	3838	4463	6826	7533	81716
		94	81	39	10	8
		-	-	-	-	-
Custos com Pessoal	-827919	8658	8862	9116	9979	11088
		54	27	93	73	61
		5939	5613	6065	7853	
Outros Projeitos Operacionais	43609	2	0	5	2	94327
Outros Custos Operacionais	-28536	-6548	-6293	-6729	-8432	-9990

EBITDA	89668	95924	-70540	239511	9288	192388
%Projeitos Operacionais	6,6%	7,3%	-5,7%	-17,9%	0,5%	9,2%
Amortizações	-23448	-46975	-36124	-34179	-32234	-30289
EBI			-	-		
T	66220	48949	106664	273690	-22946	162099
%Projeitos Operacionais	4,9%	3,7%	-8,6%	-20,4%	-1,3%	7,8%
Resultados Financeiros	-27767	-37423	-36839	-37617	-16424	-13817
Resultados Extraordinários	10297					
EBT	48750	11526	143504	311306	-39369	148282
IRC	-1276	-3054	0	0	0	0
Resultado Líquido	47474	8472	143504	311306	-39369	148282

FUNDO DE MANEIO	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	V T
-----------------	------	------	-------	-------	-------	-------	--------

Fundo de Maneio Activo	40211	50663	47862	51703	66953	80427
Taxa de Crescimento		26,0%	-5,5%	8,0%	29,5%	20,1%
%Projeitos Operacionais	3,0%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%

Mercadorias	0	13137	12416	13416	17371	20864
%Projeitos Suplementares(D)	0,0%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%
Estado e Outros Entes Públicos	18652	17957	16971	18339	23744	28519
%Projeitos Operacionais(D)	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Outros Devedores(excepto grupo)	17657	16999	16065	17360	22477	26998

%Proveitos Operacionais(D)	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Acréscimo de Proveitos	0	0	0	0	0	0
%Prest. Serviços(D)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dívidas de Clientes	0					
Custos Diferidos	3902	2570	2411	2587	3362	4045
Seguros	1232	0	0	0	0	0
%Outros(D)	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Outros Custos Diferidos	2670	2570	2411	2587	3362	4045
%Prest. Serviços(D)	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

Fundo de Maneio Passivo	338961	225543	221321	231132	268014	302391
Taxa de Crescimento		-33,5%	-1,9%	4,4%	16,0%	12,8%
%Proveitos Operacionais	24,9%	17,2%	17,8%	17,2%	15,4%	14,5%

Fornecedores	99089	105894	105122	107726	116820	125105
Fornecedores de Publicidade						
Outros	99089	105894	105122	107726	116820	125105
%FSE(trab.espec.+outros f's)	67,7%	78,4%	78,4%	78,4%	78,4%	78,4%
Estado e Outros Entes Públicos	41791	40233	38024	41089	53199	63899
%Prestação Serviços(D)	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Outros Credores	87712	39366	37204	40203	52052	62521
%Prestação Serviços(D)	6,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Acréscimo de Custos	110369	40050	40972	42114	45944	50865
Remuneração a Liquidar	107614	38253	39153	40278	44090	48989
%Remunerações+Encargos (D)	13,1%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Outros	2755	1797	1819	1835	1853	1876
%de outros FSE(D)	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%

Fundo de Maneio	-298750	-174880	-173459	-179429	-201062	-221964
%Proveitos Operacionais(D)	21,9%	13,3%	14,0%	13,4%	11,6%	10,7%
Investimento em Fundo de Maneio	-19796	-	-123870	-1421	5970	21633
					20902	

BALANÇO	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	V T
---------	------	------	-----------	-----------	-----------	-------	--------

Activo

Imobilizado							
	10474	10474	10474	10474	10474		
Imobilizações Incorpóreas	8	8	8	8	8	104748	
	50176	45478	48866	45448	42225		
Imobilizações Corpóreas	2	7	3	4	0	391961	
Investimentos Financeiros	5000	5000	5000	5000	5000	5000	
Clientes	0	0	0	0	0	0	
Adiantamentos a Fornecedores	0	13137	12416	13416	17371	20864	
Estado e Outros Entes Públicos	18652	17957	16971	18339	23744	28519	
Outros Devedores	17657	16586	16134	16861	17211	17418	
	29651	12376	12376	12376	12376		
Accionistas	3	8	8	8	8	123768	
Títulos Negociáveis	0	0	0	0	0	0	
Caixa e Equivalentes (negativo = em prestimo)	64641	40326	2167	9233	740	50213	
Acréscimo de Proventos	0	0	0	0	0	0	
Custos Diferidos	3902	2570	2411	2587	3362	4045	
Ajustamento	263	676	194	763	5529	9843	
	10131	77955	77247	74919	72372		
TOTAL DE ACTIVO	38	6	1	9	2	756379	

Capital Próprio

	56939	56939	56939	56939	56939		
Capital Social	9	9	9	9	9	569399	
	63300	63300	83300	11730	11780		
Prestações Suplementares	0	0	0	00	00	1068000	
Reservas	4383	4383	4383	4383	4383	4383	
	-	-	-	-	-		
Resultados Transitados	1071785	1024311	1015839	1159343	1470649	-1510019	
			-	-			
Resultado Líquido do Exercício	47474	8472	4	6	39369	148282	
	18247	19094	24743	27613	24176		
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO	1	3	9	3	3	280045	

Passivo

Provisões	0	0	0	0	0	0	
	20012	16648	16648	16648	16648		
Dívidas a Instituições de Crédito	0	9	9	9	9	126489	
		10589	10512	10772	11682		
Fornecedores	99089	4	2	6	0	125105	
Fornecedores de Imobilizado	47455	47455	47455	47455	47455	47455	
Accionistas	60131	0	0	0	0	0	

	22579	18935	12779			
Estado e Outros Entes Públicos	1	9	1	69079	53199	63899
Outros Credores	87712	39366	37204	40203	52052	62521
	11036					
Acréscimo de Custos	9	40050	40972	42114	45944	50865
Ajustamento						
	83066	58861	52503	47306	48195	
TOTAL PASSIVO	7	3	2	6	8	476335
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO + PASSIVO	10131	77955	77247	74919	72372	
	38	6	1	9	2	756380
Check	0	0	0	0	0	0

						Year-End December
Cálculos de Rúbricas Diversas	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E

Interest Cost

Applications	69641	45326	7167	14233	5740	55213
Interest Rate (active)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Interest Received	3482	2266	1312	535	499	1524
Funding Requirements (Negative Net Cash + Loans)	24757	21394	21394	21394	21394	
	5	4	4	4	4	173944
Interest Rate (passive)	7,9%	8,0%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Interest Paid	19657	18461	16923	16923	16923	15341
Financial Results Adjustment	-11592	-21229	-21229	-21229	-10614	-5307
Financial Result	27767	37423	36839	37617	16424	-13817

Extraordinary Items

Extraordinary Income	10297	0	0	0	0	0
Extraordinary costs	0	0	0	0	0	0
Extraordinary Items	10297	0	0	0	0	0

Revaluations direct to "Carried Results"

Calculation	0	0	0	0	0
-------------	---	---	---	---	---

Correction of non-operational State & Other Public

Calculation	18400 0	14912 6	89767	27990	0	0
-------------	------------	------------	-------	-------	---	---

Income Taxes

			-	-		
			14350	31130	-	
Earnings Before Taxes (EBT)	48750	11526	4	6	39369	148282
<u>Losses available to use for tax purposes</u>						
-From 2008	0	0	0	0	0	0
-From 2009		0	0	0	0	0
-From 2010			0	0	0	0
-From 2011				14350 4	14350 4	143504
-From 2012					31130 6	311306
-From 2013						39369
Losses available to use for tax purposes	0	0	0	14350 4	45481 0	494179
<u>Losses used for Tax purposes</u>						
-From 2008	0	0	0	0	0	0
-From 2009	0	0	0	0	0	0
-From 2010	0	0	0	0	0	0
-From 2011	0	0	0	0	0	143504
-From 2012	0	0	0	0	0	4778
-From 2013	0	0	0	0	0	0
Losses used for tax purposes	0	0	0	0	0	148282
			-	-		
			14350	31130	-	
Collectable Income	48750	11526	4	6	39369	0
Tax rate (IRC)	26,5 %	26,5 %	26,5 %	26,5 %	26,5 %	26,5%
Autonomous Tax	-11643	0	0	0	0	0
As % of total margin	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%
Income Tax	-1276	-3054	0	0	0	0

	-					
	26,5					
EffectiveTaxRate	-2,6%	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

							Year- EndDecemb er	
FundingandOtherAssumptio ns	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E		

	5693	5693	5693	5693	5693	
ShareCapital	99	99	99	99	99	569399

+Increase

-Reduction

	0	0	0	0	0	0	0
--	---	---	---	---	---	---	---

IssuingPremium

+Increase

-Reduction

	4383	4383	4383	4383	4383	4383
--	------	------	------	------	------	------

Reserves

+Increase

-Reduction

	0,0	0,0	0,0			
Ratio	%	%	%	0,0%	0,0%	0,0%

	6330	6330	8330	1173	1178	
SupplementaryCapital	00	00	00	000	000	1068000

	6330	2000	3400			
+Increase	00	00	00	5000		

-Reduction					110000	
------------	--	--	--	--	--------	--

check:revolvingdebt	0	0	0	0	0	0	0
---------------------	---	---	---	---	---	---	---

Dividendos

AnnualAmount	0	0	0	0	0
---------------------	---	---	---	---	---

		0,0	0,0			
Pay-outratio	0%	%	%	0,0%	0,0%	0,0%

	2965	1237	1237	1237	1237	
LoanstoShareholders	13	68	68	68	68	123768

+Increase

-Reduction

	6013					
LoansfromShareholders	1	0	0	0	0	0

+Increase	6013
-Reduction	1

Dívidas Instituições de Crédito 2001 1664 1664 1664 1664
20 89 89 89 89 126489

+Increase	3363	
-Reduction	1	40000

Investimentos Financeiros 5000 5000 5000 5000 5000

+Increase		
-Reduction		

Outros Devedores 1765 1658 1613 1686 1721
7 6 4 1 1 17418

+Increase		727	350	207
-Reduction	1071	452		

Títulos Negociáveis 0 0 0 0 0 0 0

+Increase				
-Reduction				

Fornecedores de Imobilizado 4745 4745 4745 4745 4745
5 5 5 5 47455

+Increase				
-Reduction				

						Year-End December	
Cash Flow Statement (in €)	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	

Cash inflows

		-	-	-	
		1435	3113	3936	
Net Results	8472	04	06	9	148282
	4697	3612	3417	3223	
Depreciation	5	4	9	4	30289
	1727				
Loan to shareholders Decrease	45	0	0	0	0

LoanfromshareholdersIncrease	0	0	0	0	0
ShareCapitalIncrease	0	0	0	0	0
EmissionPrizesIncrease	0	0	0	0	0
SupplementaryCapitalIncrease	0	2000	3400	5000	0
MediumTermLoanIncrease	0	0	0	0	0
WorkingCapitalDivestment	0	0	5970	3	20902
DivestmentofFinancialInvestments	0	0	0	0	0
ReductionofFixedAssetsSuppliers	0	0	0	0	0
Valuationincrease(directto carried interest)	0	0	0	0	0
TotalCashinflows	2281	9262	6884	1949	199473

Cashoutflows

WorkingCapitalInvestment	123870	1421	0	0	0
Capex	0	0	0	0	0
SupplementaryCapitalDecrease	0	0	0	0	110000
LoantoshareholdersIncrease	0	0	0	0	0
LoanfromshareholdersDecrease	60131	0	0	0	0
MediumTermLoanDecrease	33631	0	0	0	40000
OtherassetsIncrease	0	0	0	0	0
RevolvingReimbursment	0	0	0	0	0
FinancialInvestment	0	0	0	0	0
BondsIncrease	0	0	0	0	0
FixedAssetsSuppliersIncrease	0	0	0	0	0
ReductionofExtraordinaryState&PublicEntities	34874	59359	61777	27990	0
Dividendspayment	0	0	0	0	0
TotalCashOutflows	252506	130780	61777	27990	150000

	-	-			
Cashinflows-Cashoutflows	24315	38159	-7065	-8493	49473
CashSurplusReimbursment	64641	40326	2167	9233	740
<i>RevolvingDebtIncrease</i>	0	0	0	0	0

CashSurplus	6464 1	4032 6	2167	9233	740	50213
-------------	-----------	-----------	------	------	-----	-------

Check	0	0	0	0	0
--------------	----------	----------	----------	----------	----------

							Year- EndDecemb er	
Resumo(parágrafo)	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E		
Cashinflows		2281 92	9262 0	6884 3	1949 7	199473	0	
Cashoutflows(ex-dividends)		- 2525 06	- 1307 80	- 6177 7	- 2799 0	-150000		
Cashbalance		2431 5	3815 9	- 7065	- 8493	49473	0	
Dividends		0	0	0	0	0		

							Year- EndDecemb er	
NetCashPosition	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E		

Cash	6464 1	4032 6	2167	9233	740	50213
Applications	5000	5000	5000	5000	5000	5000
Loans	2001	1664	1664	1664	1664	
	20	89	89	89	89	126489

	-	-	-	-	-	
NetCashPositionYearEnd	1304 79	1211 63	1593 22	1522 56	1607 49	-71276

							Year- EndDecemb er
DCFCalculation(in€)	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	Perpet.

FreeCashFlows

EBIT	6622 0	4894 9	- 1066 64	- 2736 90	- 2294 6	162099
Depreciation	2344 8	4697 5	3612 4	3417 9	3223 4	30289

	-	-				
	1979	1238	-		2163	
WorkingCapitalInvestment	6	70	1421	5970	3	20902
	-		-			
	2385		7000			
Capex	60	0	0	0	0	0
<hr/>						
	-	-	-	-		
	1686	2794	1419	2335	3092	
FreeAnnualCashFlow	88	6	61	41	1	213290
<hr/>						
	0,76	0,87		1,12	1,27	
DiscountFactor	1	2	1	8	1	1,433
<hr/>						
		-	-	-		
		3203	1419	2071	2432	
Presentvalueofannualcashflows	0	1	61	24	1	148791
<hr/>						
ShareholdersValue						-175973

APÊNDICEB – Guião de Entrevista



Guião de Entrevista

Mestrado: Gestão

AnoLectivo: 2011/2012

Nome: Nuno Filipe Henriques Carlos Cordeiro Bento
Nº. 21200119

A imprecisão e incerteza no processo de avaliação de Empresas
Orientador: Profª .Doutora Sacramento Costa

Introdução

No âmbito do projeto de tese do mestrado de Gestão do Instituto Superior de Gestão, cujo título "**A imprecisão e incerteza no processo de avaliação de Empresas – Estudo de caso Real**" pretendo investigar como partindo de um caso real, o mesmo grupo empresarial é avaliado por duas consultoras, das chamadas 4 grandes, tendo por base os mesmos documentos contabilísticos, o mesmo cenário económico, e com base no método de avaliação de *Discounted CashFlow* (DCF), chegam a resultados completamente diferentes.

Objetivo

O trabalho propõem investigar a causa desta discrepância, bem como demonstrar se existem critérios de influência que consigam alterar a razoabilidade dos resultados.

O objetivo da entrevista é perante uma população considerada especialista na matéria de avaliações, investigar se existem causas que possam influenciar os resultados.

Entrevistados

De modo a não sentir qualquer espécie de constrangimento por parte do entrevistado é garantido o anonimato e confidencialidade quer da pessoa como da empresa que representa.

Entrevista

Dados pessoais dos entrevistados:

Idade:

Qualificações Académicas:

Número de anos de experiência profissional em avaliação de empresas:

Perguntas:

1- Considera possível perante os mesmos dados contabilísticos de uma empresa existirem avaliações com resultados finais completamente diferentes, utilizando os avaliadores o mesmo método de avaliação?

2- Em caso afirmativo qual o intervalo que considera credível esta diferença?

3- Perante duas avaliações com resultados finais três vezes superiores, acha que existiu algum erro técnico? Se sim qual o mais comum?

4– Considera que a causa da avaliação pode ter algum impacto nos resultados? Nomeadamente se avaliação for de teor Corporativo, Bens de Investimento ou situação de Litigio.

5– Até que ponto o Ambiente/Sentimento pode influenciar a avaliação.

6– Quais os fatores que considera mais influenciáveis:

6.1- Opiniões sobre a empresa

6.2- Notícias da empresa

6.3- Clima da empresa

6.4- Comunicação da empresa

6.5- Instalações

6.6- Interlocutores

6.7- Outros, discrimine.

7– Considera ser possível manifestar o Sentimento nas seguintes formas:

7.1- Inputs que usamos na avaliação, no processo encontramos constantemente bifurcações pelo caminho, momento em que temos de levantar hipóteses para seguir caminho, estas hipóteses podem ser otimistas ou pessimistas.

7.2- Calibragem pós-avaliação, em que os analistas revisam as hipóteses após avaliação, na tentativa de chegar a um valor mais próximo do que aquele que esperavam inicialmente.

7.3- Deixar o valor como está mas atribuir a diferença entre valor que estimamos e aquele que achamos correto a um fator qualitativo, como sinergia ou questões estratégicas

7.4–Outros, discrimine.

8– Perante as Incertezas, se considera o processo de avaliação modelável?

9- No seu entender quais são as Principais causas de incerteza?

9.1- Incerteza na estimativa das demonstrações financeiras perspetivas. – (Estamos sempre em falar na transformação de fontes de informação para modelos pré-definidos para contextos globais).

9.2- Incerteza específica da empresa (O caminho que vislumbramos para a empresa pode provar –se irrecuperavelmente errado, o desempenho da empresa pode ser muito melhor ou pior do que esperamos).

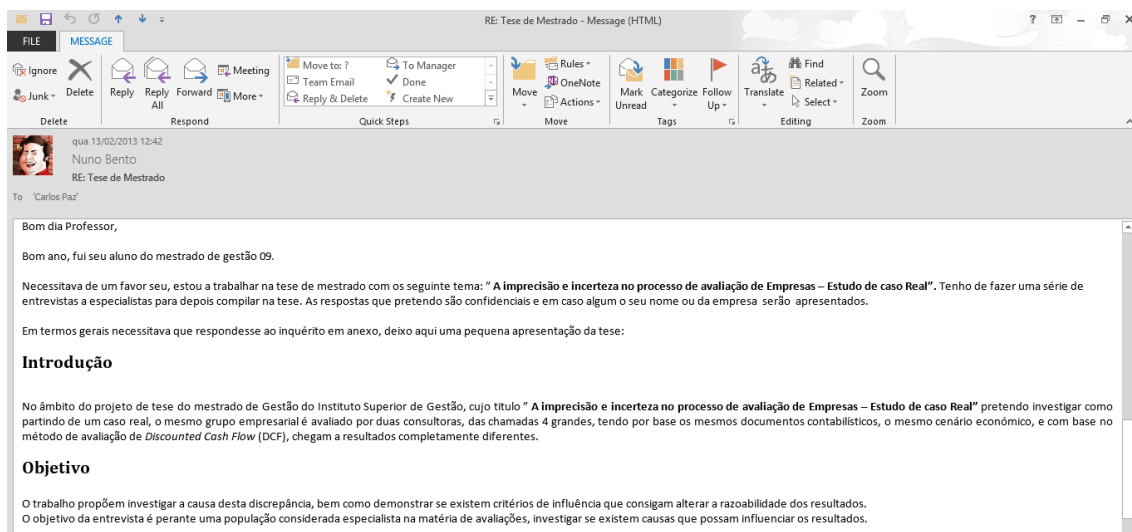
9.3- Incerteza macroeconómica (mesmo que a empresa evolua como prevíamos o ambiente macroeconómico pode mudar de forma imprevisível).

10– Pensa que o *disclamer* utilizado em todas as avaliações pelas consultoras nos termos contratuais, que falam sempre em cenários de expetativas futuras e da desresponsabilização em termos de decisões futuras que o cliente possa efetuar com a informação, permitem uma certa permeabilidade nos resultados?

11– Considera que os atuais métodos de avaliação continuam a ser válidos no clima económico atual?

Muito Obrigado

APÊNDICE C – Correio eletrónico de Solicitação de Entrevista





INSTITUTO SUPERIOR DE GESTÃO
Departamento de Gestão

A imprecisão e incerteza no processo de avaliação de empresas –
estudo de caso: grupo de educação ETIC

NUNO FILIPE HENRIQUES CARLOS CORDEIRO BENTO

Dissertação apresentada no Instituto Superior de Gestão
para obtenção do Grau de Mestre em Gestão

Orientadora: Professora Doutora Sacramento Costa

LISBOA
2013

Dedicatória

Para o meu Amor, Mafalda
Para a menina mais Linda, Maria
Para o menino mais Lindo, Kiko
Para o meu Pai, pelo que fez por nós
Para a minha Mãe, pelo que faz por nós

Agradecimentos

A tese é o resultado de uma constante insatisfação do saber. Como diz o povo o saber não ocupa lugar. Foram dois anos de dedicação e de construção de caminhos.

Agradeço a todos os professores do primeiro ano, em especial à Professora Doutora Sacramento Costa, que me orientou e que sempre me indicou qual o caminho a seguir.

Um agradecimento especial a todos os que se sujeitaram ao processo de entrevistas, e me possibilitaram a recolha de dados da minha investigação.

Uma palavra de apreço aos especialistas financeiros, pelo apoio que me deram e pela disponibilização de ferramentas de trabalho sem as quais não conseguiria ter ultrapassado a fase da replicação de avaliações.

Um abraço para os amigos que criei nesta nova etapa da minha vida, António e Marco, bem como aos restantes elementos da turma.

Um beijo muito grande para a minha Diretora, que além de uma grande Mãe, também permitiu que se apostasse na construção de “Skils”, fortificando assim ferramentas que serão fundamentais para o nosso projeto de educação.

Um agradecimento também muito especial, para ti meu amor, que além do incentivo que me dás diariamente, conseguiste suportar toda a vida familiar para que eu conseguisse atingir este fim.

Por último mas mais importantes aos meus meninos mais lindos, Maria e Kiko, que são a maior preciosidade da minha vida.

Resumo

O valor de uma empresa é determinado mediante a avaliação dos seus ativos. Conhecer este valor e o que o determina são os pré-requisitos para uma decisão inteligente. O presente estudo pretende delinear como é elaborado um processo de avaliação, bem como investigar como, partindo dos mesmos dados contabilísticos e utilizando o mesmo método de avaliação, um grupo de educação constituído por quatro escolas pode apresentar três valores de mercado completamente distintos.

Da presente investigação resulta que é possível que não existam erros nas três avaliações uma vez que o método utilizado tem como sustentação a criação de cenários económicos futuros para a empresa e, como tal, é facilmente influenciável quer por fatores diretos da avaliação, quer por fatores externos que podem levar o avaliador por caminhos distintos.

Assim, podemos afirmar que poderão contribuir para resultados completamente diferentes entre equipas de avaliação, as incertezas e imprecisões verificadas no método de avaliação a aplicar na estrutura e funcionamento da empresa, assim como os fatores macroeconómicos.

Palavras-chave: Calculo Financeiro | Discount Cash Flow | Estratégia | Economia | Avaliações.

Abstract

The value of a company is determined by evaluation of its assets. Knowing this value determines which the prerequisites for an intelligent decision are. This study aims to delineate how prepared an evaluation process and show as well the possibility that with the same data using the same accounting and valuation method, a group of education consisting of four schools have three completely distinct values.

The results of this research show that it is possible that there are no errors in the three assessments. However, since the method used in the evaluations is a method that is supported in the creation of future economic scenarios for the company, it is easily influenced by factors both direct assessment or by external factors that can lead evaluator for the different paths.

Thus, we can say that the uncertainties and inaccuracies detected in the evaluation method to be applied in the structure and operation of the company, as well as macroeconomic factors, may contribute to completely different results between assessment teams.

Keywords: Financial Calculations | Discount Cash Flow | Strategy | Economy | Reviews.

Índice Geral

Dedicatória.....	ii
Agradecimentos	iii
Resumo	iv
Abstract.....	iv
Índice de conteúdos	v
Lista de Figuras	viii
Lista de Quadros	ix
Lista de Abreviaturas.....	x
 Introdução	 1
 1– Enquadramento Teórico	 3
1.1 – Avaliação de empresas	3
O porquê de uma avaliação de empresas	3
Fases do Processo de Avaliação de uma empresa.	5
Motivos de Avaliação Pontual de Empresas	7
Os Principais métodos de avaliação de empresas.....	8
Método de fluxo de caixa descontado (DCF)	14
1.2 – Resultados diferentes na avaliação de uma empresa.....	18
Causas possíveis para resultados diferentes tendo por base os mesmos elementos contabilísticos	18
Valor primeiro, avaliação depois: o nosso sentimento na avaliação (enquanto avaliadores).....	18
Fontes do sentimento no processo de avaliação	18
Manifestação do sentimento	18
O que fazer para o avaliador evitar o sentimento	19
É apenas uma estimativa: imprecisão e incerteza na avaliação	19
Fontes de incertezas	19
 2 - Metodologia	 20
2.1 – Objetivos e hipóteses de investigação	20
2.2 – Modelo de Investigação	21
Observação Participativa	22
Análise Documental.....	22
Replicação das Avaliações	23

Comparação das três avaliações	23
Entrevistas.....	23
3 - Apresentação e discussão dos Resultados.....	25
3.1 – Descrição do grupo empresarial do caso de estudo.....	25
Grupo ETIC - caracterização	25
ETIC – Escola Técnica de Imagem e Comunicação.....	26
EPI – Escola Profissional de Imagem.....	26
O CITE / IPA – Instituto Superior Autónomo de Estudos Politécnicos.....	27
O Colégio Cesário Verde	27
A empresa Loucarte	28
3.2. – Replicação do estudo das avaliações	28
Pressupostos Macroeconómicos	28
Colaboradores	30
Síntese da avaliação da ETIC	31
Síntese da avaliação do IPA	33
Síntese da avaliação Colégio do Cesário Verde	34
Avaliação da Loucarte	36
Valor Grupo resultante da Avaliação.	36
3.3 - Comparação das três Avaliações.....	36
Resumo de Valores do grupo.....	37
Comparação de valores do número de alunos das escolas	37
Comparação de valores da ETIC	38
Comparação dos valores do IPA.....	40
Comparação dos valores do Colégio Cesário Verde	42
3.4 – Das entrevistas.....	45
Caracterização dos Dados Sociodemográficos	46
Perceção sobre resultados diferentes utilizando os mesmos dados e o mesmo método.	47
Fatores que influenciam a avaliação.....	53
Perante as Incertezas, o processo de avaliação modelável? E quais são as principais causas de incerteza	59
Os atuais métodos de avaliação continuam a ser válidos no clima económico atual?	62

4 – Conclusões e perspectivas de trabalho futuro	64
4.1- Síntese de resultados e confronto com as hipóteses.....	64
4.2 - Verificação ou refutação das Hipóteses	65
4.3 - Principais Conclusões	65
4.4 - Limitações e trabalhos futuros	69
Referências Bibliográficas.....	70
Páginas da Internet com informação relevante.....	71
APÊNDICE A – Avaliação do Grupo ETIC	72
1 - Turmas Reais 2010 Cesário Verde.....	72
2 - Turmas Reais 2010 ETIC.....	73
3 – Turmas Reais 2010 IPA.....	74
4 – Turmas Reais 2010 EPI.....	74
5 – Turmas Reais 2011 Cesário Verde	75
6 – Turmas Reais 2011 ETIC	76
7 – Turmas Reais 2011 IPA.....	77
8 – Turmas Reais 2011 EPI.....	77
9 – Avaliação ETIC	78
10 – Avaliação IPA	95
11 – Avaliação Colégio Cesário Verde	112
APÊNDICE B – Guião de Entrevista.....	133
Introdução.....	134
Objetivo	134
Entrevistados	134
Entrevista.....	134
APÊNDICE C – Correio eletrónico de Solicitação de Entrevista.....	137

Lista de Figuras

Figura 1 - Fases do Processo de avaliação de uma empresa	6
Figura 5 - Método Patrimonial	9
Figura 2 - Rácio do Balanço	13
Figura 3 - Método de <i>Discount Cash Flow</i>	16
Figura 4 - Principais dados referentes à atividade das escolas	25
Figura 6 – Nuvem de termos de palavras das entrevistas.....	45
Figura 8 – Idades dos Entrevistados	46
Figura 9 – Número de anos de avaliações dos entrevistados	47
Figura 10- Graus acadêmicas dos entrevistados.....	47
Figura 12 - Nuvem de termos sobre resultados diferentes de avaliações.....	48
Figura 14 - Intervalos credíveis de diferenças de resultados.....	49
Figura 15 - Possibilidade de erros técnicos na origem de discrepância de valores	49
Figura 16 - Nuvem de termos - Possibilidade de erros técnicos na origem de discrepância de valores.....	50
Figura 18 - Interferência da causa de avaliação no resultado.....	51
Figura 19 - Nuvem de termos Interferência da causa de avaliação no resultado	52
Figura 21 - Influência do ambiente e sentimento na avaliação	52
Figura 22 - Nuvem de termos Influencia do ambiente e sentimento na avaliação.....	53
Figura 24 - Opiniões sobre a empresa	54
Figura 25 - Notícias da empresa	54
Figura 26 - Clima da empresa.....	55
Figura 27 - Comunicação da empresa	55
Figura 28 - Instalações e acessibilidades	56
Figura 29 - Influência dos Interlocutores	57
Figura 31 - Calibragem.....	58
Figura 33 - Considera o processo modelável?.....	59
Figura 34 - Nuvem de termos Considera o processo modelável?	60
Figura 39 - Importância do disclaimer	62
Figura 40 - Nuvem de termos sobre a importância do disclaimer.....	62
Figura 43 - Nuvem de termos validade dos métodos de avaliação	63

Lista de Quadros

Quadro 1 - Motivos determinantes da avaliação pontual de empresas.....	7
Quadro 2 - Síntese dos métodos de avaliação a partir de fluxos de rendimentos atualizados..	10
Quadro 3 - Métodos comparativos de avaliação de empresas.....	11
Quadro 4 - Tipos de opções reais	12
Quadro 5 - Pressupostos da Avaliação	29
Quadro 6 - Mapa de dados de Colaboradores	30
Quadro 7 - Síntese da avaliação ETIC.....	31
Quadro 8 - Síntese avaliação IPA.....	33
Quadro 9 - Síntese avaliação Cesário Verde	34
Quadro 10 - Avaliação Loucarte	36
Quadro 11 - Quadro resumo avaliação grupo.....	36
Quadro 12 - Resumo de valores de grupo	37
Quadro 13 - Comparação de número de alunos das escolas	38
Quadro 14 - Comparação de valores ETIC	39
Quadro15- Comparação de Valores IPA	41
Quadro16 – Comparação de valores Cesário Verde.....	42
Quadro 17 – Quadro Resumo dos Principais fatores de influência numa avaliação	64

Lista de Abreviaturas

A – Ativo

CAPEX = Gastos em capital são despesas que produzem benefícios ao longo de um período futuro longo (superior a um ano)

CITE – Cooperativa Ensino Estudos Politécnicos

CP – Capital próprio

CV – Colégio Cesário Verde

DCF – Discounted Cash Flow

EBIT – Resultado antes de juros e impostos

EBITDA – Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações

E(CFt) = Fluxo de caixa previsto no período

EPI – Escola Profissional de Imagem

ETIC – Escola Técnica de Imagem e Comunicação

F – Futuro

FSE = Fornecimento e Serviços externos

IRC = Imposto sobre rendimento pessoas coletivas

IPA – Instituto Superior Autónomo de Estudos Politécnicos

n = Vida do ativo em número de anos

P – Passivo

PME = Micro, pequena ou média empresa

r = Taxa de desconto que reflete o risco de fluxos de caixa estimados

RAI – Resultado antes de Imposto

RH – Recursos Humanos

RL = Resultado Líquido

t – Taxa

OR – Prémio da opção real existente na empresa

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

VALE – Valor atualizado líquido expandido

VAL – Valor atualizado líquido

VR – Valor de Rendimento

WACC = Custo médio ponderado de capital

Introdução

Conhecer o valor de um ativo e o que determina esse valor são pré-requisitos para uma decisão inteligente – na escolha de uma carteira de investimentos, na definição do preço justo a pagar ou a receber numa aquisição e na opção por investimentos, financiamentos e dividendos na gestão de uma empresa (Damodaran, 2007, pp. 1-5).

A avaliação tem-se mantido na vanguarda da literatura e da investigação em Contabilidade e Finanças. Este interesse acentuou-se em consequência das situações, cada vez mais numerosas, em que se torna necessário conhecer o valor da empresa ou de partes do seu capital, nomeadamente em casos de fusões, cisões, privatizações e cessões de partes sociais (Copeland, 2001, pp. 689-691).

Com o objetivo de conhecer o valor real de um grupo empresarial – o Grupo ETIC-, o mesmo grupo é avaliado por duas consultoras distintas das designadas quatro grandes, com base nos mesmos documentos contabilísticos, no mesmo cenário económico, fazendo uso do mesmo método de avaliação de *Discounted Cash Flow (DCF)*¹, tendo-se visto confrontado com resultados completamente diferentes.

Trata-se de um caso que constituía à problemática a aferir pelo presente trabalho: pretende-se, efetivamente, delinear como é elaborado um processo de avaliação e investigar como, partindo dos mesmos dados contabilísticos e utilizando o mesmo método de avaliação, um grupo de educação constituído por quatro escolas pode apresentar três valores de mercado completamente distintos.

Sendo o método de DCF considerado pelas consultoras o método concetualmente mais apropriado para avaliação de valor de mercado - uma vez que esta metodologia avalia o negócio pela consideração das *cash flows*² potenciais para os anos futuros -, e tendo em consideração o facto de as empresas operacionais avaliadas serem escolas, é questionável como se obtêm resultados com diferenças abismais entre avaliações, diferenças essas que chegam a perto de 2.000.000€.

Importa igualmente referir que as origens do processo de avaliação das escolas foram distintas- uma realizou-se estando em causa um processo de litígio, tendo a outra sido solicitada internamente.

¹ O *Discounted Cash Flow* (Fluxos de Caixa Descontados) é um método de análise que permite avaliar uma empresa, um ativo ou um projeto, considerando a sua capacidade de gerar fluxos de caixa livre (*free cash flows*). Este método usa o conceito de Valor Presente, para determinar o valor da soma de todos esses fluxos de caixa livre, que se estima que a empresa venha a gerar, mais o Valor Terminal (considerando um crescimento perpétuo), descontados a uma taxa apropriada (normalmente à taxa apurada pelo Custo Médio Ponderado do Capital – WACC) que representa o prémio de risco do ativo e o valor do dinheiro ao longo do tempo. O Discounted Cash Flow (DCF) é um dos modelos de avaliação mais usado nos negócios e bastante suportado, como um bom modelo, por diversas teses académicas. (associacaodeinvestidores.com, 2011)

O DCF será objeto do capítulo *Método de fluxo de caixa descontado*

² Cash flow é um termo que se refere à quantidade de dinheiro que é recebido e pago por um negócio durante um determinado período, por vezes associado a um projeto específico. – Fonte: http://www.thinkfn.com/wikibolsa/Cash_flow#sthash.JXaGDQkB.dpuf

O presente trabalho propõe-se investigar a causa da discrepância nos resultados decorrentes das avaliações, bem como averiguar se existem critérios/fatores de influência que consigam alterar a razoabilidade desses mesmos resultados. Esta investigação poderá, deste modo, contribuir para ajudar os empresários a interpretar os resultados das avaliações das suas empresas, bem como abrir/sugerir caminhos de pesquisa no quadro da temática da avaliação das empresas.

A escolha deste tema justifica-se por em primeiro lugar pelo interesse, já comprovado em trabalhos anteriores, por alunos e professores, na utilização de métodos de avaliação, e em segundo lugar pela importância em avaliar o real valor das atuais avaliações empresariais efetuadas no mercado, razão pela qual este estudo tenta identificar em que parte do processo se revelam discrepâncias que conduzem a resultados díspares entre avaliações.

Tendo em conta a variabilidade já atrás exposta nos resultados obtidos por avaliação, o presente trabalho tem como finalidades:

- 1) indagar sobre os fatores de imprecisão e incerteza no processo de avaliação de uma empresa, partindo de um caso real;³
- 2) identificar momentos em que os avaliadores seguiram caminhos diferentes, mesmo tendo utilizado o mesmo método de avaliação;⁴
- 3) questionar as causas que estiveram na origem destas diferentes opções;³
- 4) avaliar se o sentimento que existe por parte do avaliador é relevante para o resultado³;
- 5) questionar se as incertezas, internas e externas, quer da empresa quer do ambiente macroeconómico são fatores de influência numa avaliação³;
- 6) indagar se a causa do processo de avaliação é um fator influente no resultado da avaliação⁵.

Tomando como ponto de partida estas questões pretende-se aferir se existe influência no processo de avaliação do atual ambiente económico global ou se ela se confina ao próprio instrumento (o DCF), se os atuais processos de avaliações permanecem credíveis e se os fatores pessoais da equipa de avaliação, fatores internos e externos à empresa pesam ou não no processo de avaliação. Com esse objetivo, e através de uma amostragem efetuada entre agentes económicos, nomeadamente avaliadores e empresários, foi elaborado um questionário⁶ com vista à obtenção de respostas às estas dúvidas.

Esta dissertação encontra-se dividido em duas partes: a primeira dedicada ao enquadramento teórico e a segunda à investigação empírica empreendida.

³ Vamos aprofundar o tema no ponto *Causas possíveis para resultados diferente tendo por base os mesmos elementos contabilísticos*.

⁴ No capítulo *Comparação de avaliações* vão ser identificadas as causas das diferenças entre resultados.

⁵ Vamos aprofundar o tema na Parte I ponto *Motivos de avaliação pontual de empresas*.

⁶ O questionário será composto por duas partes, uma primeira contendo os dados caracterizadores dos entrevistados, e uma segunda com perguntas abertas sobre o método, a sua validade, os fatores de influência internos e externos nas avaliações.

No capítulo I – “Enquadramento Teórico” -, é feita a contextualização do objeto de estudo e destacada a sua importância no âmbito do processo de avaliação de empresas, procedendo-se a uma revisão da literatura. Começamos por expor a importância da obtenção de um valor de um ativo, as causas que estão na base do ato de avaliar, o método de avaliação DCF. Debruçamo-nos igualmente sobre os fatores emocionais e subjetivos que podem influenciar a avaliação, tentando ainda precisar o momento do processo em que essa subjetividade se manifesta, bem como o papel influenciador das incertezas internas e externas na avaliação.

No capítulo 2 – “Metodologia de Trabalho – Método de Investigação” - expomos teoricamente o método de investigação adotado e as suas respetivas etapas, apresentando o trabalho de investigação empírica, sustentado nas seguintes fases: observação participativa, análise documental, replicação das avaliações, comparação das avaliações e entrevistas.

Neste capítulo 3 – “Apresentação e discussão dos Resultados” passamos ao trabalho de investigação empírico desenvolvido, considerando os instrumentos de recolha e de análise descritos no capítulo de metodologia, expondo, de igual modo, os resultados obtidos.

A partir do conjunto de conteúdos e reflexões, passamos ao último capítulo – “Conclusões e perspetivas de trabalho futuro” onde se reúnem as principais conclusões extraídas ao longo da dissertação, se efetua uma verificação ou refutação das hipóteses, apontando-se contributos e limitações bem como sugestões para futuras pesquisas na temática que nos ocupou, isto é, “avaliações de empresas”. Por fim, apresentamos a bibliografia geral que serviu de suporte a este trabalho, assim como os sítios de internet consultados. Anexamos, ainda um conjunto de documentos de suporte a este trabalho, em particular aqueles que se referem à investigação empírica.

1– Enquadramento Teórico

O enquadramento teórico desenvolver-se-á em três etapas: na primeira, precisaremos conceitos a partir da recolha de informação sobre o que é uma avaliação, as suas causas e o seu processo; na segunda etapa tomaremos como objeto de estudo o principal método utilizado nas avaliações, a saber, o *discounted cash flow* (abrev. DCF); por fim, numa terceira fase debruçar-nos-emos sobre as causas possíveis para resultados diferentes, tendo por base os mesmos elementos contabilísticos.

1.1 – Avaliação de empresas

O porquê de uma avaliação de empresas

Através da que ficou conhecido como “A história da água e do diamante”, Adam Smith (1981) expôs os termos da questão do valor, apresentando aquele que é referenciado como o “paradoxo do valor” da água e do diamante. Afirmava Smith:

“ Nada é mais útil do que a água: mas com ela praticamente nada pode comprar-se; praticamente nada pode obter-se em troca dela. Pelo contrário, um diamante não tem

praticamente qualquer valor de uso; no entanto pode normalmente obter-se grande quantidade de outros bens em troca dele.” (Smith, 1981, p. 117)

Deve-se, assim, a Adam Smith a distinção entre *valor de uso* (valor fundado na utilidade) e *valor de troca* (a qualidade que tem um bem de poder ser trocado por outro). O economista clássico Escocês chamou a atenção para o facto de certos bens possuírem valor de uso elevado, mas um valor de troca baixíssimo.

A gestão financeira de empresas trata essencialmente da criação de valor e, consequentemente, o problema da avaliação de activos é fundamental para todas as decisões financeiras.

Gestores, investidores, proprietários e investigadores de finanças de empresas, procuram há várias décadas dar resposta técnica à determinação do valor da empresa. Contudo, os resultados não são completamente satisfatórios, pois o valor de uma empresa ou de um bem acaba por ser o resultado do que os vendedores aceitarem como preço de venda perante as alternativas que têm. Assim, no processo de avaliação intervêm não só fatores objectivos, mas também fenómenos subjetivos e contingentes (Neves, 2002, p. 3).

A temática do valor tem acompanhado as preocupações do Homem. Spranger (1882-1963) sistematizou os valores do modo seguinte: *teóricos* (orientados para a verdade do conhecimento), *estéticos* (orientados para a forma e a harmonia), *sociais* (orientados para as pessoas), *políticos* (orientados para o poder), *religiosos* (orientados para a unidade do universo) e *económicos* (orientados para a utilidade). O *valor* é portanto, uma categoria de valor.

O princípio fundamental de um investimento sólido é que um investidor não pague por um ativo mais do que ele vale. Esta premissa pode parecer lógica e óbvia mas é eventualmente esquecida e redescoberta a cada geração e em todo o mercado (Damodaran, 2007, pp. 1-10).

Avaliar uma empresa significa ajuizar sobre um conjunto de elementos financeiros, comerciais, humanos, técnicos e tecnológicos seguindo um processo em que se reúnem os dados necessários ao cálculo do valor, Este define-se, segundo José Carvalho das Neves (Neves, 2002, pp. 9-10), como uma relação entre o objeto e um sujeito nele interessado. No caso de uma empresa o valor traduz o resultado de um trabalho de avaliador e é função do “bem-estar” que o sujeito espera e exige obter da empresa ou parte dela.

Segundo o mesmo autor, existem áreas fundamentais para uma correta análise de informação para uma correta preparação de uma avaliação, devendo proceder-se à pesquisa de informação sobre todos os aspetos relevantes com impacto sobre o valor da empresa, nomeadamente:

- a) **Diagnóstico estratégico:** análise das oportunidades e das ameaças do ambiente competitivo em que a empresa está inserida;
- b) **Auditoria de marketing e distribuição:** análise dos pontos fortes e fracos ao nível de marketing, canais de distribuição, produtos, recursos humanos, tecnologia entre outros;

- c) **Auditoria de tecnologia e operações:** análise de tecnologia adaptada, *lay-out* produtivo, eficiência de produção, compatibilidade com a evolução e necessidades de investimento, etc.;
 - d) **Auditoria ao pessoal e à cultura organizacional:** análise da qualidade de recursos humanos, nível de formação, idades, política de remuneração e incentivos, análise da compatibilidade dos recursos humanos, da cultura organizacional e das políticas de gestão de pessoal com as necessidades estratégicas da organização;
 - e) **Auditoria ao imobilizado:** análise à qualidade de imóveis e de equipamentos, necessidades de manutenção e investimento de atualização com vista às necessidades estratégicas de desenvolvimento;
 - f) **Auditoria Financeira:** análise da situação financeira da empresa, dos seus ativos, passivos e capital próprio;
 - g) **Auditoria Fiscal:** análise da situação fiscal da empresa, designadamente das dívidas de impostos e à Segurança social;
 - h) **Auditoria Legal:** enquadramento legal dos recursos humanos, verificação da titularidade dos ativos – imobilizados e financeiros – e dos seus passivos, bem como dos detentores do capital social. Análise de hipotecas e penhora, bem como outros contratos que possam desvalorizar a empresa;
 - i) **Auditoria Ambiental:** análise da legislação a que a empresa está obrigada e das tendências da sua evolução, e da forma de enquadramento legal da empresa e de quais os riscos associados a custos ambientais.
- (Neves, 2002, pp. 9-10).

O processo de avaliação de uma empresa consiste, assim, na sucessão encadeada de atos, numa sequência de operações.

Pode descrever-se como um processo que conduz à expressão numa unidade de medida homogénea dos elementos patrimoniais da empresa, da sua atividade, da sua potencialidade ou de qualquer outra característica destacável, cujas fases estão evidenciadas na figura 1 *Fases do Processo de avaliação de uma empresa* (vide esta Figura no subcapítulo seguinte).

Fases do Processo de Avaliação de uma empresa.

Segundo Leonor Fernandes Ferreira, (Ferreira, 2008, pp. 20-23) existem cinco fases do processo de avaliação. Numa primeira fase é necessário efetuar uma definição dos objetivos da avaliação, sendo importante identificar se se trata de uma avaliação pontual ou de um ato de gestão corrente. É necessário também saber se o que se pretende avaliar é o negócio, ou antes participações sociais. Os objetivos da avaliação podem, na realidade, condicionar o método de avaliação.

Numa segunda fase efetua-se a recolha e a interpretação de informação, a seleção de variáveis e a fixação dos parâmetros de avaliação. A recolha de informação é um trabalho de compilação, tanto a partir de fontes internas como externas às empresas. Inclui uma análise exaustiva da empresa que consiste no diagnóstico dos elementos externos e internos da mesma, com vista a conhecer as ameaças e oportunidades do meio exterior, os pontos fortes e fracos da empresa e a determinar os seus fatores críticos de sucesso. Neste contexto, quantifica-se a situação económica e financeira da empresa e obtém-se

informação que permite realizar previsões dos fluxos de rendimento considerando a estratégia a seguir.

Na terceira fase há que efetuar a escolha dos modelos de avaliação a utilizar na avaliação, tendo em conta que os modelos de avaliação têm por objetivo ser representações simplificadas da realidade empresarial. Esses modelos sintetizam-se em algoritmos que representam o valor atribuído à empresa ou partes do seu capital.

A operacionalidade dos modelos é função da escolha das variáveis e da fixação dos parâmetros necessários ao cálculo do valor da empresa. Assim, na quarta fase é possível estimar tantos valores quantas as opções disponíveis para a escolha de variáveis, parâmetros e para a especificação da relação entre estes consoantes os diferentes cenários delineados no diagnóstico prévio.

Na quinta fase, estima-se o resultado do valor da empresa ou das suas partes sociais dependendo do modelo ou modelos a aplicar. Assim, podem apresentar-se múltiplas formas de valor: um valor, um intervalo de valores ou uma distribuição de valores com diferentes probabilidades de ocorrência.

A figura da página seguinte sintetiza as fases do processo de avaliação de uma empresa.

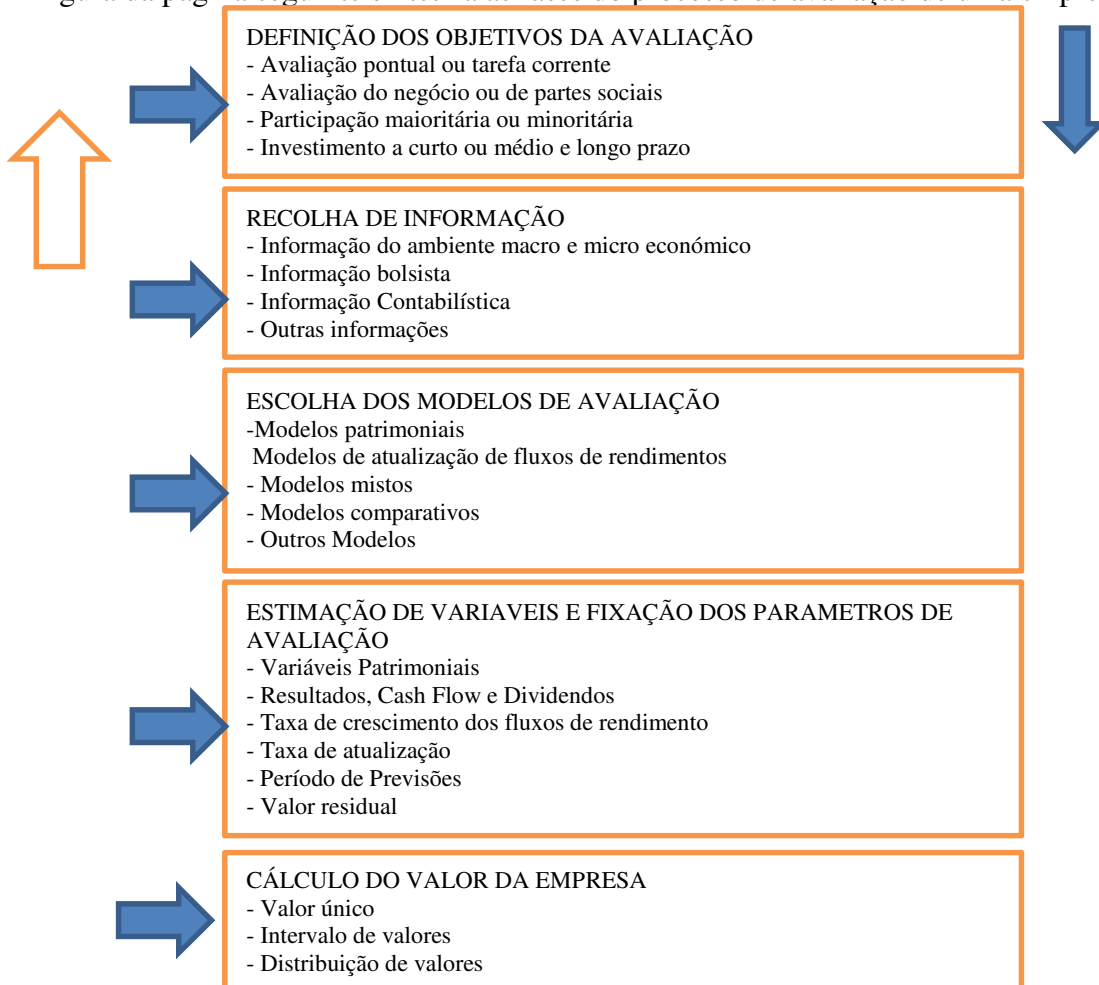


Figura 1 - Fases do Processo de avaliação de uma empresa

Fonte: (Ferreira, 2008, pp. 20-23)

Podemos assim concluir que todas e cada uma das fases do processo de avaliação, acima descritas, são fulcrais para o sucesso de uma avaliação, mostrando-se deveras importante a sua sequenciação. Considera-se também que o relatório da avaliação efetuada a entregar ao cliente deverá especificar cada uma destas fases e os seus respetivos itens, de modo a que quem consulte a avaliação consiga entender o trabalho realizado e daí retirar as suas ilações.

Motivos de Avaliação Pontual de Empresas

A necessidade de avaliação pontual de empresas acontece quando interesses opostos se enfrentam: comprador e vendedor, administração fiscal e contribuinte, sociedades em via de fusão, herdeiros perante partilhas, sócios perante o Estado em caso de expropriação, intervenção na gestão e extinção ou renegociação de concessões.

O quadro abaixo sintetiza os motivos e finalidades determinantes da avaliação pontual da empresa.

Quadro 1 - Motivos determinantes da avaliação pontual de empresas

Finalidade	Motivo
Transferência da titularidade de todas as partes sociais da empresa em conjunto	<ul style="list-style-type: none"> • Venda voluntária • Incorporação (absorção) • Fusão <i>strito sensu</i> • Transformação • Recompra de lotes ações
Transferência ou liquidação de parte dos direitos de participação	<ul style="list-style-type: none"> • Retirada de um ou mais sócios • Entrada de novo sócio • Venda de quota ou lote de ações • Herança, legado, doação • Divórcio • Amortização ou remissão de capital • Compra ou venda de ações próprias
Fins específicos sem intenção de venda	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento de capital • Pedido de admissão à cotação em Bolsa • Partilha entre herdeiros ou quinhoeiros • Contrato de viabilização • Obtenção de financiamento alheio • Celebração de contratos de seguro • Apuramento de matéria coletável • Outros motivos fiscais

Fonte: (Ferreira, 2008, p. 24)

Como mostra o quadro 1., uma avaliação de empresa pode ser efetuada com o propósito de preparar a aquisição ou venda de uma participação social ou da totalidade do seu capital social.

A avaliação pode incidir sobre uma ou mais unidades de negócio com propósitos idênticos (de compra ou venda) ou com vista a uma cisão.

Para além destes propósitos mais correntes podem surgir outros, como sejam, em resultado de disputas entre sócios ou acionistas com vista à saída de um deles, pagamento de indemnizações por perdas, em consequência de divórcio e pagamento do respetivo direito do cônjuge, por questões fiscais, etc.

Assim, a avaliação vai ser afetada por questões jurídico-fiscais mais ou menos complexas, consoante o propósito da avaliação. Também é evidente que diferentes propósitos de avaliação conduzirão à aplicação de diferentes critérios de avaliação. (Neves, 2002, pp. 8-9).

De seguida explicam-se os principais métodos de avaliação, usados para conhecer o valor de um ativo.

Os Principais métodos de avaliação de empresas

A escolha do método de avaliação deve ser coerente com o fim da avaliação e com as características da empresa a avaliar.

Tendo em consideração a opinião da investigadora Luísa Ferreira (Ferreira, 2008, pp. 31-123), a qual foi corroborada pelos avaliadores com os quais mantivemos contacto no presente trabalho de investigação, não existe um valor único para uma empresa. Em parte, a razão deve-se à multiplicidade de métodos que podem utilizar-se no processo de avaliação. Neste item procede-se à sintetização dos principais modelos de avaliação utilizados, adotando a seguinte sistematização a partir da literatura mais relevante:

- Método patrimonial;
- Método de avaliação a partir do rendimento;
- Método misto;
- Métodos comparativos.
- Outros métodos, tais como os modelos que utilizam opções reais e os modelos de gestão baseados no valor.

Método patrimonial

Este método baseia-se no valor contabilístico dos capitais próprios, eventualmente corrigido pela avaliação a valor de mercado dos ativos corpóreos do imobilizado, bem como por outros ajustamentos que sejam necessários para fazer refletir o valor de realização ou liquidação dos restantes ativos e passivos da empresa.

A figura seguinte reflete a metodologia para se encontrar o valor patrimonial

Método Patrimonial:



Figura 2 - Método Patrimonial

Fonte: Deloitte, 2009

Método de avaliação a partir do rendimento

Os modelos de avaliação a partir do rendimento repousam sobre o conceito financeiro de valor. Encontram fundamentação económica na utilidade como fonte do valor e fundamentação financeira na regra do valor atualizado e aplicam os princípios da teoria do investimento: o valor de rendimento VR de uma empresa apura-se pela adição de fluxos estimados de rendimento futuro F , atualizado a uma taxa t durante um horizonte temporal de n períodos sucessivos de igual amplitude. Formalizando, obtém-se:

$$VR = VR(F, t, n)$$

Os métodos de avaliação a partir do rendimento podem classificar-se em função da grandeza escolhida como representativa do fluxo de rendimento periódico, definido como lucros, dividendos, ou *cash flows*, falando-se, então de:

- método de avaliação, a partir da atualização dos lucros;
- método de *discounted cash flow*, vulgarmente conhecidos por “DCF valuation models”;
- modelos de avaliação a partir da atualização dos dividendos.

Possíveis combinações dos pressupostos indicados conduzem a diferentes modelos que podem ser utilizados na prática da avaliação de empresas.

O quadro da página seguinte apresenta uma síntese dos métodos de avaliação a partir do rendimento.

Quadro 2 - Síntese dos métodos de avaliação a partir de fluxos de rendimentos atualizados

Variável	Modelo de avaliação
Fluxo de rendimento	<ul style="list-style-type: none"> - MÉTODO DE ATUALIZAÇÃO DE LUCROS Fluxos de rendimento a reter e a distribuir. - MÉTODO DE ATUALIZAÇÃO DE CASH FLOWS Fluxos de tesouraria. - MÉTODO DE ATUALIZAÇÃO DE DIVIDENDOS Fluxos de rendimento distribuído.
Taxa de crescimento do fluxo de rendimento	<ul style="list-style-type: none"> - MÉTODO DE UMA FASE Fluxos constantes ou crescentes a uma taxa única. - MÉTODO DE DUAS FASES Fluxos crescentes a duas taxas. - MÉTODO DE TRÊS FASES Fluxos crescentes a três taxas. - MODELOS N-FASES Fluxos crescentes a mais de três taxas
Taxa de atualização	<ul style="list-style-type: none"> - MÉTODO DO CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO Ótica dos sócios. - MÉTODO DO CUSTO MÉDIO PONDERADO DOS CAPITAIS Ótica da entidade, atendendo ao investimento - MÉTODO DO VALOR ACTUALIZADO LIQUIDO Ótica da entidade, atendendo ao financiamento.
Duração do período de previsão explícita dos fluxos	<ul style="list-style-type: none"> - MÉTODO SEM VALOR RESIDUAL Duração ilimitada. - MÉTODO COM VALOR RESIDUAL Duração limitada.

Fonte: Ferreira, 2008, p. 51.

Método Misto

A justificação para o método misto está em admitir-se a existência de *goodwill*⁷, dado pelo valor de rendimento e o valor patrimonial. Dizendo de outro modo, o aparecimento do *goodwill* relaciona-se com a necessidade de valorizar a aptidão de uma empresa para gerar fluxos de rendimento acima do mínimo exigido de um património que corresponde

⁷ O Goodwill é um termo contabilístico utilizado para designar a parte do valor de mercado (ou valor intrínseco) de uma empresa que não esteja diretamente refletida nos seus ativos e nos seus passivos. Inclui-se neste tipo de valores a marca e a imagem de mercado, a carteira de clientes, o *know-how* dos funcionários, entre outros. Dado o seu carácter de intangibilidade e de difícil quantificação, apenas é possível a sua contabilização no caso de uma aquisição.

O sentido original do termo surgiu com o intuito de justificar a razão pela qual as empresas ou negócios eram adquiridos e vendidos por valores superiores ao dos seus capitais próprios. Quando uma empresa adquire uma outra por um valor superior ao dos seus capitais próprios, esta terá que reconhecer essa diferença (o goodwill) nos seus ativos. Este valor pode posteriormente ser ajustado, ou por amortização ou por ajustamentos ocasionais do valor estimado dos ativos.

Fórmula de Cálculo:

Apresenta-se abaixo a fórmula de cálculo do Goodwill contabilístico:

Goodwill=

+ Preço de Aquisição

- Valor do Capital Próprio da Empresa Adquirida

Fonte: <http://www.knoow.net/cienceconempr/financas/goodwill.htm>

a uma dada estrutura de exploração, ou seja, rendimentos superiores que resultariam da avaliação individual dos elementos patrimoniais.

Neste método é tomado o valor da média entre valor patrimonial e o valor de rendimento. Existem muitos críticos do modelo dado que o valor médio apenas considera muito esquematicamente o risco antecipado da concorrência. Ora, os efeitos dessa influência só podem estimar-se de modo impreciso, pois não se consegue saber se o valor da empresa está mais próximo do valor de rendimento ou do valor patrimonial.

Método Comparativo

Diferentemente da avaliação com base na atualização de fluxos de rendimento, que procura o valor intrínseco da empresa, os métodos de avaliação comparativa pressupõem que a avaliação feita pelo mercado, isto é, os preços nele formados pelo jogo da oferta e da procura está, em média, correta mas pode cometer erros em cada avaliação individual. A comparação com base nos múltiplos permite identificar esses erros que o mercado se encarregará, ele próprio, de corrigir ao longo do tempo.

Para efeitos de avaliação de empresas, a comparação com base de múltiplos pode estabelecer-se de dois modos:

- Utilizando múltiplos da própria empresa a avaliar relativos a períodos passados, obtidos a partir da observação de transações anteriormente efetuadas;
- Recorrendo a múltiplos de outras empresas, relativos ao período a que se reporta a avaliação.

Os métodos comparativos utilizam indicadores de empresas comparáveis para proceder à avaliação. O valor de uma empresa determina-se por comparação com o valor de outra empresa, recorrendo a uma variável estandardizada, comum à empresa a avaliar e àquela que serve de termo de comparação.

Quadro 3 - Métodos comparativos de avaliação de empresas

Variável	Múltiplo
Lucro	Price to earning ratio (PER)
Capital Próprio	Price to book value ratio (PBV)
Volume de Negócios	Price to sales ratio (PSR)
Dividendo	Price to cash dividends ratio (PCD)
Cash Flow	Price to cash flow ratio (PCF)

Fonte: Ferreira, 2008, p. 118.

Método de Avaliação a partir de opções reais

O valor dinâmico de um negócio – também designado valor de opções reais associadas ao negócio, decorre da possibilidade de exercício de opções reais (operacionais ou estratégicas), e na maior parte das situações comuns é somado ao valor estático ou dos *cash flows* atualizados. Deste modo, o valor da empresa pode obter-se a partir da expressão seguinte:

$$\text{VALE} = \text{VAL} + \text{OR}$$

Onde:

VALE – valor atualizado líquido expandido;

VAL – valor atualizado líquido;

OR – prémio da opção real existente na empresa.

Tem sido comum ignorar o valor dinâmico nas aplicações elementares de métodos de valorização financeira a projetos de investimento ou negócios, por três razões:

- ser conceptualmente complexo definir o valor dinâmico da empresa;
- dificuldades operacionais no cálculo daquele valor;
- não resulta daí erro de valorização significativo.

Quadro 4 - Tipos de opções reais

Tipo de Opção	Exemplos de Avaliação
Opção de Adiar	- patentes - reservas não explorada.
Opção de Expandir ou Contrair	- start ups - terrenos não urbanizados
Opção de Liquidar ou Vender	- capital próprio em empresas com dificuldades
Opção de Abandonar	- abandonar o negócio

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002,p. 947).

Método de gestão baseada no valor

Os princípios em que assentam estes métodos são, tal como nos modelos de avaliação, a partir do rendimento, a atualização de fluxos de rendimento futuro. A novidade dos modelos de gestão baseada no valor está em que encaram a avaliação da empresa como uma tarefa continuada e, sob a aparência de meros instrumentos de análise financeira, ligam aspetos de várias disciplinas, em particular das finanças e do marketing. A ligação entre as duas áreas estabelece-se através da análise do valor estratégico, ao relacionar os investidores com os clientes. Deste modo corresponde ao reconhecimento de que uma visão de marketing orientada para o cliente e uma perspetiva financeira orientada para os titulares do capital próprio fazem parte de um processo interativo que relaciona a especificidade de mercados e produtos ou serviços, com variáveis financeiras. Essa ligação entre marketing e finanças, numa perspetiva estratégica, é feita através dos três processos seguintes:

- Criação de valor: o processo pelo qual uma empresa gera uma rendibilidade do capital superior ao custo respetivo;

- Preservação de valor: processo que permite que o valor criado não seja simplesmente gasto ou perdido através de uma gestão inadequada;
- Realização de valor: processo que assegura que os investidores realizem valor através da valorização das partes de capital, sua recompra e distribuição de lucros.

Método de fluxo de caixa descontado (DCF)

Tendo a presente investigação por base duas avaliações da mesma empresa, que utilizaram como meio o método de fluxos de caixa descontado, avançamos para a segunda fase: estudar o modelo de avaliação usado pelas duas consultoras⁸ – o método de fluxo de caixa descontado (*Discounted Cash Flow* - DCF).

De acordo com a teoria financeira moderna, não tem sentido basear o valor da empresa em modelos estáticos históricos (tais como a ótica patrimonial e a comparação com o mercado) pois uma empresa vale pela sua potencialidade de criar riqueza no futuro. Por outro lado, modelos baseados no lucro têm o inconveniente de não considerar as necessidades de investimento para sustentar lucros atuais e a utilização dos lucros supranormais não afasta o problema de dependência de utilização de critérios contabilísticos adotados pela gestão.

Esses critérios não devem influenciar o valor da empresa, exceto quando tenham implicações sobre os fluxos de caixa gerados para a empresa e para os acionistas.

Deste modo a tendência é para considerar que uma empresa vale pela expectativa que tem de gerar fluxos de caixa no futuro, sendo estes atualizados ao custo do capital ajustado aos riscos desses fluxos (Neves, 2002, pp. 229-230).

O método DCF tem sempre como princípio as demonstrações financeiras das empresas. Através das demonstrações financeiras conseguimos obter informação acerca da posição financeira, do desempenho e das alterações na posição financeira de uma entidade que seja útil a um vasto leque de utentes na tomada de decisões económicas (Rodrigues, Sistema de normalização contabilística explicado, 2011, pp. 534-535).

Entende-se como instrumentos de suporte ao método as seguintes demonstrações financeiras:

- O Balanço – apresenta a posição patrimonial e financeira de uma empresa, numa determinada data, evidenciando os bens, os direitos, as obrigações da empresa e a situação dos seus proprietários.

Balanço	
Ativo	Capital Próprio e Passivo
	Capital Próprio (CP)
	Passivo (P)
A	CP + P

Figura 3 - Rácio do Balanço

Fonte: Elaborado pelo Próprio

⁸ Por razões contratuais não podem ser identificadas as consultoras em causa.

O ativo inclui todos os bens e direitos da empresa, como por exemplo:

- Terrenos;
- Edifícios;
- Máquinas;
- Mercadoria armazenada;
- Crédito sobre clientes;
- Depósitos bancários.

O ativo é geralmente considerado como o conjunto de aplicações da empresa, ou seja, indica onde a empresa aplicou os seus recursos, sendo o seu total muitas vezes utilizado como um indicador da dimensão da empresa e do valor dos bens que a administração gere. O ativo é um recurso controlado pela entidade como resultado de acontecimentos passados e do qual se espera que fluam para a entidade benefícios económicos futuros.

O passivo inclui as obrigações da empresa, como por exemplo:

- Dívidas por empréstimos obtidos;
- Dívidas por compra de imobilizado ou existências;
- Dívidas ao Estado.

O passivo por norma é considerado como uma das origens de fundos da empresa. Todas as empresas têm passivo dado que uma parte surge na sequência da atividade normal do funcionamento da empresa, nomeadamente dívidas a fornecedores ou ao Estado. Constitui uma obrigação presente da entidade proveniente de acontecimentos passados, da liquidação da qual se espera que resulte um efluxo de recursos da entidade incorporando benefícios económicos.

O capital próprio representa a posição dos donos da empresa, não é mais do que a diferença entre o conjunto de bens e direitos (ativo) e as obrigações (passivo) da empresa. Traduz-se no interesse residual nos ativos da entidade depois de deduzir todos os seus passivos de onde se pode concluir que o Capital Próprio = Ativo – Passivo.

Todo o balanço tem por regra a seguinte equação:

Ativo = Passivo + Capital Próprio.

No processo de avaliação de empresas, existem alguns problemas na avaliação de elementos específicos do balanço (sendo que estes dados por norma são fornecidos pelas próprias empresas avaliadas e não sofrem alterações), nomeadamente nos seguintes aspetos:

- **Imobilizações Corpóreas** – a valorização das imobilizações corpóreas baseia-se no custo de aquisição e está influenciada não só pela vida útil contabilística do bem e pelo critério de reintegração usado mas também pelas reavaliações que periodicamente o ativo está sujeito;
- **Imobilizações Incorpóreas** – coexistem na valorização do capital intelectual, na

capitalização de certas despesas materialmente relevantes, e na escolha do período de amortização da diferença positiva da consolidação;

- **Investimentos financeiros** – destacam-se as participações no capital de outras empresas e as obrigações de outras empresas;

- **Necessidades de Fundo de Maneio** – incluem as existências e as dívidas a receber e a pagar. Por norma as existências são valorizadas das seguintes formas: avaliação ao custo histórico; inclusão de não juros no valor do ativo; políticas de provisões e reservas ocultas: problemas de periodicidade. Na parte das dívidas a receber e a pagar incluem-se: as incertezas na cobrabilidade das dívidas; as dívidas de curto versus longo prazo; as dívidas de exploração e não de exploração; as dívidas em moeda estrangeira;

- **Outros ativos e passivos**, nomeadamente: provisões para riscos e encargos; subsídios não reembolsáveis, impostos diferidos.

O interesse da informação contida no balanço para a avaliação de empresas reside no facto de ser um ponto de partida para a avaliação patrimonial, pois permite estimar valores para variáveis como o ativo total, o capital próprio e o passivo, e os capitais permanentes (Ferreira, 2008, pp. 137-143).

O outro elemento contabilístico relevante para o processo de avaliação é a demonstração de resultados – o qual explica ou demonstra, como foi gerado o resultado líquido de um determinado período económico (Magalhães, 2005, pp. 53-73).

Segundo as novas normas contabilísticas do sistema de normalização contabilística (SNC), a demonstração de resultados tem de conter no mínimo os seguintes subtóais:

- O EBITDA (resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações);
- O EBIT (resultado antes de juros e impostos);
- O RAI (resultado antes de imposto).

O EBITDA é um indicador-chave para a avaliação das empresas, sendo frequente assistirmos a vendas de empresas por múltiplos do EBITDA recorrente ou seja os múltiplos são instrumentos simples de avaliação de empresas amplamente usados e tem como objectivo normalizar o valor de empresas comparando com outras do mesmo setor.

O interesse da demonstração dos resultados para a avaliação de empresas deve-se a que o resultado líquido contabilístico possa ser um ponto de partida para a estimativa dos fluxos de rendimento, uma das variáveis essenciais nos modelos de avaliação de empresas. Com efeito a partir do resultado líquido:

- Estimam-se os resultados líquidos em caso de métodos de previsão com base em dados do passado;
- Define-se a política de distribuição de resultados (dividendos);
- Calculam-se, por via indireta, o *cash flows* do período (Ferreira, 2008).

O Modelo DCF é utilizado desde 1960, este modelo tem sido o padrão-ouro para uma ampla gama de aplicações económicas, incluindo avaliações corporativas, decisões de orçamento de capital, avaliação de bens de investimento, bem como situações de litígio. (Lawrence, 2009).

A avaliação pelo rendimento atualizado considera que o valor da empresa é função dos rendimentos futuros que esta proporciona aos seus detentores, sendo esses rendimentos atualizados para o momento em que se está a efetuar a avaliação (Neves, 2002, p. 13).

A premissa fundamental de avaliação DCF é que uma empresa vale em dinheiro o valor que possa gerar a partir de agora até o fim da sua vida. Mas um dólar no futuro vale menos que um dólar hoje. Assim, para obter o valor certo temos de ajustar o valor de caixa futuro para um valor de equivalente no presente. Estamos a aplicar um desconto de fluxos de caixa futuros, daí o nome *de Discounted Cash Flows* (Lui & Chan, 2011, p. 30).

Na avaliação pelo fluxo de caixa descontado o valor do ativo é o valor presente dos fluxos de caixa previstos desse ativo, descontado a uma taxa que reflita o grau de risco desses fluxos de caixa (Damodaran, 2007, pp. 20-22).

A base de abordagem é que compramos a maioria dos ativos porque esperamos que gerem fluxos de caixa no futuro. A equação abaixo reflete o modelo DCF:

$$\text{Valor ativo} = \frac{E(CF1)}{(1+r)} + \frac{E(CF2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF3)}{(1+r)^3} + \dots + \frac{E(CFn)}{(1+r)^n}$$

Onde:

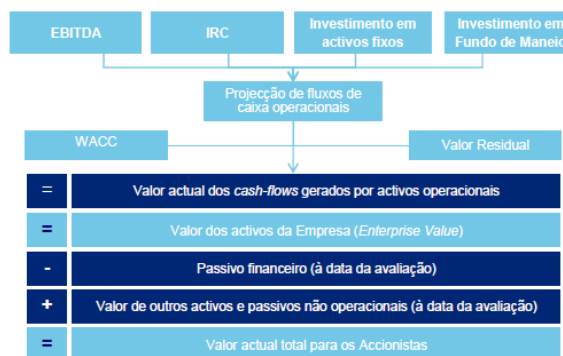
E(CFt) = Fluxo de caixa previsto no período

r = Taxa de desconto que reflete o risco de fluxos de caixa estimados

n = Vida do ativo em número de anos

(Damodaran, 2007, pp. 6-7)

A referida metodologia baseia-se no princípio de que o valor do negócio (*Enterprise Value*) é determinado pela sua capacidade de geração de recursos financeiros no futuro que poderão ser distribuídos aos acionistas sem comprometer a estrutura financeira da Empresa. De uma forma resumida, o valor do negócio é calculado da seguinte forma:



9

Figura 4 - Método de *Discount Cash Flow*

Fonte: (Delloite, 2009)

⁹ IRC = Imposto sobre rendimento pessoas coletivas

WACC = Custo médio ponderado de capital

O método assenta ainda sobre os seguintes pressupostos:

Horizonte temporal

O horizonte temporal corresponde à duração dos negócios de cada uma das empresas analisadas.

Valor residual

O valor residual corresponde ao valor global estimado dos ativos líquidos operacionais, a partir do momento em que se considera a estabilização da sua rendibilidade. Este valor é determinado como sendo o valor atual de uma renda perpétua.

Taxa de atualização

A taxa de atualização corresponde, conceptualmente, ao custo de capital dos recursos (próprios e alheios) utilizados no financiamento das operações e determina-se com base na média ponderada das referidas fontes de capital.

Em termos práticos e como exemplo, o fluxo de caixa descontado é uma forma de calcular o valor de um bem de valor elevado ao longo do tempo. Por exemplo num contrato de leasing de um PC, é calculado somando o dinheiro inicial aos pagamentos de leasing mensais, mais o valor residual subtraindo-lhe o que ele teria custado a pronto pagamento, ajustando o valor de desconto dos fluxos de caixa (John, 1999, p. 60).

Existe um risco associado às avaliações, sendo este geralmente definido na avaliação do negócio como variância sobre algum valor ou valores previstos, tais como uma taxa de desconto e/ou fluxos periódicos/fluxos de caixa. Cada vez que existe uma avaliação do negócio em que o avaliador utiliza um modelo de fluxo de caixa descontado, ele ou ela deve prever essas variáveis, e raramente as estimativas estão sujeitas ao risco das variações (Michelson & Weaver, 2010, pp. 24-46).

Segundo José Carvalho das Neves o modelo de fluxo de caixa descontado é o "coração da avaliação". O modelo permite calcular o valor do ponto de vista mais importante para investidores - a probabilidade de receber benefícios futuros, e o valor desses benefícios. O DCF é amplamente utilizado e aceite: por avaliadores, analistas de valores mobiliários, pelos fabricantes, economistas, empresas e tribunais.

A avaliação da empresa está assente na criação de cenários e na elaboração de previsões de evolução das principais variáveis determinantes do valor da empresa, nomeadamente:

- Taxa de crescimento do volume de negócios;
- Duração de vida do ativo;
- Margem de contribuição em percentagem do volume de negócios conhecida por "margem de contribuição percentual";
- Custos fixos: custos de estrutura não dependentes do volume de negócios;
- Intensidade capitalista: nível de investimentos necessários, quer em ativos fixos, quer em necessidades de fundo de maneio, em relação ao volume de negócios;
- Custo de capital: derivado do mercado e do risco económico e financeiro da empresa;
- Estrutura financeira: que é função do financiamento adotado (Neves, 2002, pp. 229-231).

1.2 – Resultados diferentes na avaliação de uma empresa

Causas possíveis para resultados diferentes tendo por base os mesmos elementos contabilísticos

Nesta fase vamos tentar perceber como é possível a apresentação de valores de mercado muito díspares, quando são consequência de um processo de avaliação objetivo com base nos mesmos dados contabilísticos. Aswat Damodaran identifica os fatores que passaremos a referenciar nos tópicos seguintes.

Valor primeiro, avaliação depois: o nosso sentimento¹⁰ na avaliação (enquanto avaliadores)

É raro iniciar a avaliação de uma empresa a partir do zero. Com frequência, as opiniões enquanto avaliadores sobre determinada empresa são formadas antes de se começar a inserir números nos modelos que se utilizam, e não é de surpreender que as conclusões tendam a refletir esses sentimentos. A partir da análise das fontes de sentimento na avaliação, passaremos a considerar a opinião como subjetiva, e essa opinião manifestar-se-á na maioria dos processos.

Fontes do sentimento no processo de avaliação

O sentimento do avaliador na avaliação tem início com a escolha da empresa a ser avaliada. O primeiro impacto mostra-se sempre refletido numa primeira opinião do avaliador. A recolha de informação e a forma como a faz pode começar a estabelecer as bases do sentimento. Pode ser que tenha lido uma notícia no jornal (boa ou má) sobre a empresa ou ouvido um especialista que a considerou subestimada ou o contrário. Assim, o avaliador começa com a perceção sobre a empresa que está prestes a avaliar.

Manifestação do sentimento

Existem três maneiras do sentimento manifestar a sua influência:

- Inputs que se usam na avaliação: no processo o avaliador encontra constantemente bifurcações pelo caminho. São momentos em que os analistas têm de levantar hipóteses para seguir caminho, podendo estas hipóteses ser otimistas ou pessimistas. Por exemplo no atual momento económico português perante os investidores estrangeiros as empresas Portuguesas são subavaliadas;
- Remendo pós – avaliação: os analistas revêm as hipóteses após avaliação, na tentativa de chegar a um valor mais próximo daquele que esperavam inicialmente;
- Deixar o valor como está mas atribuir a diferença entre valor que se estima e aquele que os analistas acham correto em relação a um fator qualitativo (logo, não mensurável), como sinergias ou questões estratégicas.

¹⁰ No contexto deste trabalho designa-se por "sentimento" o conjunto de fatores subjetivos do avaliador que podem influenciar a avaliação, fatores esses que traduzem o seu envolvimento pessoal na avaliação e podem comprometer a fiabilidade e validade da mesma.

O que fazer para o avaliador evitar o sentimento

Os analistas são humanos e trazem à baila as suas perceções distorcidas. No entanto, existem formas de mitigar os seus efeitos sobre a avaliação, tais como:

- Reduzir pressões institucionais;
- Desvincular avaliações de recompensa /punição;
- Não se comprometer antes da avaliação final;
- Ter consciência;
- Ser honesto.

(Damodaran, 2007, pp. 1-10).

É apenas uma estimativa: imprecisão e incerteza na avaliação

Ao isolar um subconjunto muito pequeno de ativos, haverá sempre incertezas associadas às avaliações, e mesmo as melhores avaliações apresentam uma substancial margem de erro. Que fontes podemos indicar na origem das incertezas?

Fontes de incertezas

Uma dessas fontes está relacionada com a *incerteza na estimativa*. Mesmo que as fontes de informação sejam insuspeitas, os analistas têm de converter dados brutos em inputs e usá-los em modelos. Qualquer erro ou má avaliação feita num desses estágios do processo causará um erro de estimativa.

Um outro aspeto prende-se com a *incerteza específica da empresa*. O caminho que se vislumbra para uma empresa pode provar-se irrecuperavelmente errado. O desempenho da empresa pode ser muito melhor ou pior do que se esperava, e os lucros e os fluxos de caixa resultantes serem muito diferentes das estimativas.

Para além destas duas fontes, podemos mencionar a *incerteza macroeconómica*. Mesmo que uma empresa evolua exatamente de acordo com a expectativa, o ambiente macroeconómico pode mudar de maneira imprevisível. As taxas de juro podem subir ou cair, e a economia pode ir muito melhor ou pior do que se espera. Essas mudanças afetarão o valor (Damodaran, 2007, pp. 1-13).

O presente trabalho pretende, perante este dilema teórico, tendo por base duas avaliações efetuadas ao mesmo conjunto de empresas, identificar qual a causa da apresentação de valores tão díspares, usando as duas consultoras o mesmo método desconto de Cash Flow.

A problemática de partida pode sintetizar-se da seguinte forma: como é possível que o mesmo grupo empresarial, partindo dos mesmos dados financeiros, no mesmo período temporal, seja avaliado por duas das maiores consultoras mundiais, as quais apresentam valores de mercado, com diferenças superiores a 2.000.000€. Tendo por base a primeira parte do nosso estudo, nomeadamente conceitos de valores, métodos de avaliação, método de avaliação DCF e causas possíveis para resultados tão díspares, vamos passar agora para a segunda parte do trabalho que versará sobre metodologia e modelo de Investigação.

2 - Metodologia

2.1 – Objetivos e hipóteses de investigação

Os objetivos – traduzidos em questões de investigação – a que se pretende dar resposta com a análise do caso de estudo Grupo ETIC são:

- Questão 1: Porquê é possível perante os mesmos dados financeiros, o mesmo método de avaliação, um grupo de educação ser avaliado por duas consultoras de referência mundial, com resultados díspares em cerca de 2.000.000€?
- Questão 1.1: Como definem os avaliadores as variáveis e os parâmetros de natureza contabilística e financeira, incluídos nos métodos de avaliação utilizados?
- Questão 1.2: Terá o método de avaliação de *cash flows* uma permeabilidade de resultados tão grande, ou existiu algum erro no processo de avaliação?
- Questão 2: Continuará o método de avaliação *Discounted Cash Flow* a ser um método fiável?

Através de aplicação de entrevistas, esta investigação pretende responder também à questão seguinte:

- Questão 3: Quais as variáveis e os parâmetros nos métodos estimados, que podem sofrer alterações, que permitam resultados tão diferentes e quais as suas causas?

A partir destas questões formularam-se as seguintes hipóteses:

Hipótese 1: A causa/objetivo que origina a avaliação influencia o resultado da mesma.

Hipótese 2: As variáveis contabilísticas e financeiras publicadas nas contas anuais anteriores à avaliação são a razão de discrepância dos resultados entre diversas avaliações.

Hipótese 3: As variáveis contabilísticas e financeiras estimadas na criação de *cash flows* que venham a ser gerados pelas empresas são a razão de discrepância dos resultados das diversas avaliações.

Hipótese 4: O método de *Discounted cash flow* é um método pouco válido perante as incertezas atuais do mercado e é um motivo das discrepâncias das avaliações.

Hipótese 5: O “Sentimento” definido como o conjunto de fatores subjetivos do avaliador que podem influenciar o resultado da avaliação são um fator influenciador para determinar o valor da empresa.

Hipótese 6: As incertezas macroeconómicas atuais, bem como as incertezas específicas da empresa influenciam o resultado da avaliação.

Toda a investigação teve por base empresas PME's não cotadas em bolsa.

2.2 – Modelo de Investigação

Sendo o método de avaliação um conjunto de dois fatores - avaliação de dados financeiros e constituição de cenários futuros – propomo-nos analisar em qual dos fatores se podem verificar discrepâncias para que o resultado final seja muito diferente.

A avaliação de dados financeiros parte de suportes universais definidos, nomeadamente balanços e demonstrações de resultados dos anos anteriores. Pensamos que nesta fase não existem quaisquer dúvidas, nem margens para resultados díspares, já que não se podem alterar dados já publicados.

Já na constituição de cenários futuros, podemos verificar a existência de elementos de suporte em que podem existir previsões diferentes consoante o avaliador. Nesta parte da avaliação é necessário, por exemplo, prever resultados de vendas nos próximos anos, e embora o cliente esteja envolvido no processo, os dados do setor conhecidos podem modificar as opiniões de quem avalia.¹¹

Ainda dentro da constituição de cenários, podem existir causas económicas da Europa que não foram consideradas. Num cenário atual ninguém consegue prever se a Grécia continuará no Euro, bem como quais as consequências da sua eventual saída para os países como Portugal.

A triangulação metodológica foi concretizada através da utilização de vários métodos que implicaram técnicas diferenciadas como a observação, a entrevista, a análise documental, concorrendo de forma convergente com evidências para o estudo da realidade (Yin, 2010, p. 98).

Assim, atendendo à possibilidade de diversos cenários expectáveis, e de forma a poder dar resposta à nossa problemática - será possível que a mesma empresa, partindo dos mesmos dados, seja avaliada por valores completamente diferentes, na sequência de duas avaliações? - passaremos a explicar em detalhe a estratégia de investigação que no nosso caso de estudo tem por base cinco fases:

- Observação participativa;
- Análise documental;
- Replicação das avaliações;
- Comparação das 3 avaliações;
- Entrevistas.

¹¹ No exemplo em concreto, o caso em estudo, existem claras diferenças nos números de alunos das escolas nos anos criados em cenário, como veremos no capítulo 3, ponto “comparação das três avaliações”.

Observação Participativa

Na observação participativa todo o processo está assente na análise de um estudo de caso.

Segundo a investigação de Clara Pereira Coutinho & José Henrique Chaves da Universidade do Minho, na *Revista Portuguesa de Educação*:

“O estudo de Caso é uma investigação empírica (Yin, 1994) que se baseia no raciocínio indutivo (Bravo, 1998; Gomez, Flores & Jimenez, 1996) que depende fortemente do trabalho de campo (Punch, 1998), que não é experimental (Ponte, 1994), que se baseia em fontes de dados múltiplas e variadas (Yin, 1994). Tem sempre forte cariz descritivo apoiando-se em “descrições compactas” (thick description) do caso (Mertens, 1998: 161) o que não impede todavia que possam ter “um profundo alcance analítico, interrogando a situação, confrontando-a com outros casos já conhecidos ou com teorias existentes, ajudando a gerar novas teorias e novas questões para futura investigação” (Ponte, 1994: 4)” (Coutinho & Chaves, 2002, pp. 221-243)

O presente trabalho desenvolve-se numa perspetiva de análise qualitativa, sobretudo com recurso ao método de estudo de caso pois “o método do estudo de caso permite que os investigadores retenham as características holísticas e significativas dos eventos da vida real (...)” (Yin, 2010, p. 24)

Uma vez que estivemos presentes durante todo o processo, tivemos acesso a todos os documentos e participámos nos processos de avaliação, conseguindo obter todas as informações sobre as questões de investigação.

Análise Documental

A análise documental é relevante para todos os tópicos do estudo e essencial para corroborar e aumentar a evidência recolhida através de outras fontes. Partimos, no nosso caso de estudo, da análise dos relatórios de contas das empresas do grupo, da análise do documento de estratégia e evolução do Grupo ETIC para os próximos anos, bem como das avaliações efetuadas pelas consultoras.

Em cada uma das avaliações efetuadas pelas consultoras foram fornecidas informações acerca de objetivos e âmbito do trabalho, metodologia de avaliação, breve apresentação de cada escola do grupo (ETIC, IPA, Colégio Cesário Verde) e da produtora do Grupo (LOUCARTE), demonstrações financeiras históricas (balanço e demonstração de resultados), principais pressupostos de projeção, demonstrações financeiras previsionais, e por último, o resultado do estudo efetuado.

É nesta apresentação de resultado, entregue pelas consultoras, que se encontra o problema central, uma vez que, nesta fase do trabalho é apresentado o resultado final do grupo, sem existir qualquer explicação da matriz que nos permita entender o caminho seguido. Assim, tivemos de efetuar o caminho no sentido contrário, ou seja, partindo do resultado final construímos a base, de modo a que depois fosse possível identificar qual ou quais as diferenças que levam a resultados diferentes entre as avaliações efetuadas. Para nos ajudar a sintetizar a informação e de modo a preparar a mesma para as outras fases usámos o software Excel.

Replicação das Avaliações

Partindo dos dados existentes das consultoras, e com o intuito de verificar as grandes diferenças dos resultados das duas avaliações, bem como de perceber as suas causas replicámos o processo e efetuou-se uma nova avaliação tendo em conta os mesmos dados financeiros, temporais. Pôde, assim, criar-se com esta avaliação perspectivas futuras mais realistas devido à realidade dos dados financeiros, uma vez que usarmos dados que para as consultoras foram previstos e na nossa avaliação usamos dados reais nomeadamente os dados relativos aos anos de 2010, 2011 e 2012.¹²

Tendo em conta que as causas das duas avaliações anteriores eram diferentes - uma decorrente de um processo de litígio e outra por solicitação interna da empresa,- tentámos avaliar de forma mais imparcial possível, sendo ainda utilizados, dentro do possível, dados financeiros atualizados e não estimativas.

Comparação das três avaliações

Neste capítulo vamos analisar as principais diferenças encontradas nas três avaliações, com especial atenção para a previsão de número de alunos das escolas, resultados, proveitos operacionais, fornecimentos e serviços externos, custo com o pessoal, e valor final do grupo perante as três avaliações. Nesta análise usa-se o software Excel.

Entrevistas

Tendo como objetivo complementar os dados dos modelos anteriores, foram inquiridos analistas financeiros, empresários e professores universitários de modo a poder investigar se a situação de discrepância de resultados é caso comum no universo económico, académico, bem como inquirir sobre a relevância que estes atores dão às avaliações.

A entrevista permite o acesso a dados de difícil obtenção por meio de observação direta, tais como sentimentos, pensamentos e intenções. O propósito da entrevista é fazer com que o entrevistador se coloque dentro da perspectiva do entrevistado (Patton, 1990). A grande vantagem da entrevista sobre outras técnicas é que ela permite a captação imediata e corrente da informação desejada, praticamente com qualquer tipo de entrevistado e sobre os mais variados tópicos. A entrevista permite esclarecimentos e adaptações que a tornam eficaz na obtenção das informações desejadas. Como afirma (Bogdan, 1994, p. 134) a entrevista consiste numa conversa intencional (...) dirigida por uma das pessoas, com vista a obter informação sobre a outra”.

Neste sentido, através de uma amostragem em *snowball*¹³, seleccionámos elementos com relevância no processo de avaliações, pessoas que diretamente ou indiretamente utilizam ou realizam avaliações.

¹² Nota: O método usado para avaliação das escolas foi o método de DCF, no entanto para a produtora do grupo, foi usado o método patrimonial, sendo a principal razão a inoperacionalidade da mesma, não se prevendo que o valor esteja nos cash flows futuros que venha gerar.

¹³ Tipo de amostra intencional em que o investigador escolhe um grupo inicial de indivíduos e pede-lhes o nome de outros indivíduos pertencentes à mesma população. A amostra vai assim crescendo como uma bola de neve à medida que novos indivíduos são indicados ao investigador. É um tipo de amostragem

Através de um inquérito com perguntas semi -abertas e abertas, os resultados a obter deveriam indicar se os intervenientes utilizam avaliações, que métodos de avaliação, se consideram que as avaliações estão ou não sujeitas a dados subjetivos e se podemos inter-relacionar as causas de distinção de resultados.

O guião que serviu de base às entrevistas consta do Apêndice B do presente trabalho, tendo sido constituído de acordo com os objetivos do estudo que, relembramos, se centra na questão de saber porque é possível existirem duas avaliações ao mesmo conjunto de empresas com resultados díspares.

No guião, encontram-se definidos os objetivos gerais das entrevistas, constando na sua primeira parte os dados pessoais dos entrevistados, nomeadamente a idade, as qualificações académicas, o número de anos de experiência profissional em avaliação de empresas; a segunda parte inclui perguntas abertas elaboradas de acordo com os seguintes objetivos:

- Identificar a razoabilidade dos resultados do caso de estudo;
- Aferir a opinião sobre o modelo de DCF;
- Perceber a influência do sentimento no processo de avaliação;
- Perceber se a causa da avaliação poderá ter influência no processo;
- Identificar quais as principais incertezas no processo de avaliação;
- Identificar boas práticas;

Os entrevistados foram escolhidos devido à sua ligação a processos de avaliação, quer na ótica de avaliadores, quer na ótica de utilizadores. Outros fatores que tivemos em conta foram a antiguidade na função, tipo de empresa em que colaboram. A escolha foi feita por *porposeful sampling*¹⁴ denominação criada por Patton (1990) que significa que o critério de inclusão é definido em relação ao atributo do grupo de interesse.

Os inquiridos são, quer analistas que pertencem ao quadro de uma das quatro maiores consultoras mundiais, quer analistas especializados em microempresas, estando também representado o meio académico nacional e empresarial.

Foi dirigido um e-mail de apresentação do estudo - Apêndice C -, em que era solicitada uma entrevista. Indicava-se qual o objetivo da mesma, disponibilizando o guião, e garantindo o anonimato e confidencialidade quer da pessoa quer da empresa que representa, tentando desta forma que as pessoas fossem o mais naturais possível.

Nesta fase do trabalho utilizámos o software Excel para tratamento de dados das entrevistas e a ferramenta Nvivo para efetuar nuvens de termos e a frequência de palavras, obtendo desta forma uma lista hierarquizada de termos onde se tornavam visíveis as palavras mais usadas nas respostas.

bastante útil quando se pretende estudar pequenas população muito específica Fonte: <http://www.cpc.unc.edu/measure/training/materials/data-quality-portuguese/Amostragem.pdf>.

¹⁴ O fato de uma amostra ser pequena num estudo qualitativo não significa que a estratégia da seleção da amostra não possa ser aleatória, sem pretender que seja representativa. Este tipo de amostra pretende reduzir qualquer suspeição acerca da razão de determinados casos serem os selecionados para o estudo (PATTON, 2002).

3 - Apresentação e discussão dos Resultados

3.1 – Descrição do grupo empresarial do caso de estudo.

Da análise documental e da observação participativa resulta a descrição factual do grupo em causa.

Grupo ETIC - caracterização

O Grupo nasceu em 1991 com a criação da ETIC, um projeto de formação que pretendia colmatar a falta de profissionais na área da Imagem e da Comunicação em Portugal.

A aposta na criação de um Grupo vocacionado para a Educação que proporcionasse um percurso pedagógico alternativo e de referência nacional, levou ao alargamento da oferta, que hoje se traduz num conjunto de escolas - CESÁRIO VERDE, EPI, ETIC e IPA - que acomodam todos os ciclos de Ensino, da creche ao ensino superior.

O tema das indústrias criativas manteve-se central e ditou o enquadramento do Grupo, que se estabeleceu/desenvolveu com um propósito ambicioso: ser um Grupo de educação e de formação de referência, que oferece soluções formativas integradas e inovadoras na área das indústrias criativas, que proporciona condições pedagógicas, académicas, pessoais e materiais de excelência, que são essenciais para o desenvolvimento de competências-chave para a construção técnica e pessoal dos alunos, competências essas que, por sua vez, contribuem para a geração de novas mentalidades.

A aquisição de escolas e o investimento nas escolas, nos respetivos cursos e programas pedagógicos, a aquisição de ativos imobiliários e a criação de uma produtora especializada em pós-produção, permitem que hoje o Grupo se constitua numa plataforma de reconhecido valor e com grande potencial de crescimento.

O grupo tem aproximadamente 6 milhões Euros de proveitos, gerando 824 mil Euros de *Cash Flow*. A figura 5, que a seguir se apresenta, dá conta de alguns dados referentes à atividade das escolas:

▪ Principais números referentes à actividade da ETIC, IPA, SIBAR e LOUCARTE.

	2009 (*000 Euros)						
	ETIC-EPI	CITE(IPA)	LOUCARTE	SIBAR	Outras Empresas	Correcções Consolidação	TOTAL GRUPO (consolidado)
Prestações de Serviços	2.132	920	49	296	0	0	3.397
Outros Proveitos	2.411	18	304	0	145	-307	2.571
Custos (ex-impuestos)	4.513	936	349	287	85	-638	5.532
Resultado Antes Impostos	30	2	4	9	60	331	451
Cash-Flow	546	17	65	4	143	49	824
Passivo Total	4.849	210	48	3.209	1.307	932	10.556 ⁽¹⁾
Endividamento Bancário ⁽²⁾	3.333	22	0	3.200	216	0	6.772
Capitais Próprios	952	248	137	4.056	5.617	-8.152	2.858

Figura 5 - Principais dados referentes à atividade das escolas

Fonte: Grupo ETIC

O grupo tem uma faturação anual de cerca de 6.000.000€, e apresenta um Resultado antes de Imposto de 500.000€, para um endividamento bancário total (negócio mais edifícios) de cerca de 7.000.000€.

ETIC – Escola Técnica de Imagem e Comunicação

A ETIC – Escola Técnica de Imagem e Comunicação, Lda.- é uma escola técnica que disponibiliza cursos de carácter prático, orientados na sua maioria para estudantes que procuram uma rápida integração no mercado de trabalho.

A oferta está dividida em cursos técnicos, cuja duração é de aproximadamente de 2 anos, e especializações (cursos modulados por horas).

A ETIC foca o seu ensino, vocacionado para o mercado de trabalho, na Criatividade e na Tecnologia na área das indústrias criativas, orientando a formação técnica dos seus alunos para as necessidades dos profissionais e das empresas.

A escola recorre a formadores que são profissionais das áreas que ensinam, e às Tecnologias de Informação como suporte ao ensino.

Ao longo dos 20 anos de existência, formou técnicos de elevada capacidade, muitos deles hoje reconhecidos como grandes profissionais no sector.

A ETIC tem uma cultura de abertura, participação e integração, alimenta uma forte ligação à Cidade e aos seus eventos, participando regularmente em festivais e concursos, e expondo os seus trabalhos à comunidade e à crítica.

Atualmente oferece cursos de Televisão, Som & Música, Fotografia, Digital, Branding, Design e Jornalismo.

EPI – Escola Profissional de Imagem

Inserido na entidade ETIC, encontra-se a EPI, que desde 1993, ao abrigo de um contrato celebrado entre a ETIC e o Ministério da Educação, pertence ao Grupo de Educação. Os cursos lecionados pela EPI são subsidiados pelo Estado.

Ministrando cursos de carácter profissional, com duração de 3 anos, que conferem equivalência ao 12º ano e um certificado profissional de nível 4, a EPI é a porta para o mercado de trabalho e uma ponte para o ensino universitário e politécnico (superior).

A EPI posiciona-se como uma das melhores alternativas de entre as vias profissionalizantes do ensino secundário na área de imagem, som, comunicação, produção e artística, por ser uma escola com testemunhos dados, reconhecida no mercado, umas das mais antigas, com parcerias importantes e bem equipada.

Com uma abordagem pedagógica reforçada na metodologia de projeto, a EPI tem como objetivo formar indivíduos com competências profissionais alicerçadas na criatividade, no trabalho em equipa e no método, bem como o potenciar as suas valências pessoais, através de um ensino personalizado.

A EPI oferece ainda aos seus alunos a oportunidade de estágio integrado em empresas e instituições nacionais e internacionais.

Atualmente, a oferta formativa inclui cursos nas áreas de Animação, Design, Fotografia, Interpretação, Multimédia, Organização de Eventos, Produção e Tecnologias da Música, Som e Vídeo.

O CITE / IPA – Instituto Superior Autónomo de Estudos Politécnicos

A CITE (Cooperativa Universitária de Ensino Técnico e Científico) é a entidade que se dedica à organização e gestão do IPA (Instituto Superior Autónomo de Estudos Politécnicos), pertencente ao Grupo de Educação desde 2007.

O IPA é uma instituição de ensino superior privada, de natureza politécnica que, nos vários ciclos de estudos que ministra, oferece uma experiência de aprendizagem prática, interdisciplinar e colaborativa nas áreas das artes, das tecnologias e da inovação.

O racional de agregação da escola ao Grupo prende-se com a necessidade crescente de proporcionar aos alunos a obtenção de uma licenciatura partindo da formação de base que os cursos das outras escolas, ETIC e EPI, conferem.

O IPA oferece atualmente 6 cursos de licenciatura, nomeadamente Engenharia Civil e Mecânica, Produção Multimédia Interativa e Design, bem como Pós-graduações workshops, ciclos de conferências, ações de formação, e formações avançadas destinadas a profissionais das atividades lecionadas.

Nos últimos anos, foi tomada a decisão de descontinuar alguns cursos mais históricos, como o de Contabilidade e Informática, de forma a ir aproximando a oferta ao domínio de atuação do Grupo – as indústrias criativas.

Em 2011, o IPA obteve aprovação do Ministério da Educação para abrir mais 2 cursos, dentro da área das indústrias criativas: Computação Criativa e Design Sonoro.

O Colégio Cesário Verde

O Cesário Verde é um colégio privado, adquirido pelos Promotores em 2004, que centraliza a sua atividade no ensino de alunos desde o infantário ao 3º ciclo (9º ano).

Com a integração no grupo ETIC, o Cesário Verde passou por uma importante mudança, tendo sido objeto de uma profunda reestruturação interna, e adotou um Projeto Educativo que hoje permite afirmar um posicionamento mais inovador e distintivo no mercado.

Como colégio privado de ensino não confessional, tem uma vocação psicopedagógica experimental: explora diferentes temáticas no sentido em que as mesmas permitam desenvolver no aluno competências que impulsionem o conhecimento, a criatividade, um espírito empreendedor e uma inteligência inovadora e aberta a novos desafios.

O projeto, inovador e pioneiro em Portugal, resulta num esforço pedagógico que orienta para a aquisição de competências pessoais através da exploração de domínios relacionados com a Ciência e com a Arte, nas suas vertentes plásticas, musicais, dramáticas e culturais.

O objetivo é desenvolver em todos os alunos a criatividade, um espírito empreendedor e uma inteligência inovadora e aberta a novos desafios.

A empresa Loucarte

A LOUCARTE é uma empresa que presta serviços de produção em diversas áreas das indústrias criativas.

A LOUCARTE tem como atividade central a prestação de serviços de produção na área das indústrias criativas: filmes, programas de TV, eventos, sites multimédia e design. Esta empresa é um projeto embrionário dentro do Grupo, um formato de teste para uma ambição de prestação de serviços alavancada na capacidade técnica das escolas.

3.2. – Replicação do estudo das avaliações

Partindo dos mesmos dados contabilísticos que as duas consultoras utilizaram, efetuou-se uma nova avaliação, utilizando o mesmo método DCF e dados financeiros mais atualizados dado o momento em que procedemos à avaliação, procurando o máximo de dados reais. Como a avaliação foi efetuada dois anos após as outras duas, os anos de 2010, 2011 e 2012 lidaram com elementos contabilísticos reais, estimando-se unicamente os anos de 2013 e 2014.

Pressupostos Macroeconómicos

De modo a suportar todo o estudo, recorreremos às fontes disponíveis, nomeadamente ao Banco de Portugal, ao site da união europeia, bem como a dados utilizados pelas duas avaliações, de modo a ter como ponto de partida os mesmos pressupostos.

O quadro seguinte contém os principais indicadores económicos, a ter em conta num processo de avaliação.

Quadro 5 - Pressupostos da Avaliação

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dados Base						
Taxa de Inflação	2,5%	1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Taxa de Inflação Imobiliário			1,0%	1,2%	-2,3%	1,2%
Taxa de Rend. s/ Risco (OT's 10 anos) **	4,4%	4,5%	4,4%	4,8%		
Bunds 10Y	4,2%	4,0%	3,4%	3,8%		
Prémio de Mercado	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		
Lisbor a 6 Meses	4,3%	4,7%	2,2%	2,5%		
Euribor a 6 Meses	4,3%	1,5%	2,2%	2,5%		
Taxa de Juro Ativa (300 bps)	7,3%	4,5%	5,2%	5,5%		
Taxa de Juro Passiva	3,8%	4,2%	1,7%	2,0%		
Imposto de Selo	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%		
IRC	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
IVA	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
Câmbios						
Crescimento GDP Portugal	1,9%	0,6%	-0,5%	0,8%		
Crescimento GDP Zona Euro	2,6%	1,0%	-0,9%	0,9%		

Fonte: Banco de Portugal

Dados IMF	2009	2010	2011	2012	2013	2014
GDP Portugal	-2,50%	1,40%	1,50%	0,50%	0,08%	0,35%
Inflação Portugal	-0,90%	1,40%	2,40%	1,40%	1,50%	1,60%

Fonte: IMF World Economic Outlook (April 2012)

Todos os dados contidos no quadro são fundamentais para efeitos de cálculo da taxa de desconto a aplicar na avaliação de uma empresa. Em termos gerais a taxa de desconto terá de contar com o risco que o investidor terá em assumir uma operação de investimento. Com os dados económicos existentes e a credibilidade das fontes cabe ao investidor avaliar a taxa de retorno dos seus investimentos.

No caso do mercado Português teremos de ter em consideração a taxa de inflação, a taxa de crescimento espectável, a elevada carga fiscal, e as opções de investimento seguras que rondam os 4,7% a 5%. Na avaliação foi considerada uma taxa de desconto (WACC) de 12,75%.

Colaboradores

Na base da nossa avaliação foi tido em conta o seguinte número de colaboradores por escola, bem como o vencimento médio e o valor médio anual de colaborador por escola:

Quadro 6 - Mapa de dados de Colaboradores

Escola	Nº Funcionários a 31/12/2010	Vencimento médio	Valor médio anual
Cesário Verde	58	826 €	11 558 €
IPA	22	1 053 €	14 744 €
ETIC	70	993 €	14 713 €
Valores Médios	957 €	13 672 €

Fonte: Grupo ETIC

O quadro demonstra que o vencimento médio do grupo mensal é de 957€, e o vencimento médio anual é de 13.672€, sendo que valor médio do IPA é o mais elevado, e o do Colégio Verde o mais baixo. Este fator deve-se ao grau de especialização dos recursos que o ensino superior compreende.

Síntese da avaliação da ETIC

Neste capítulo apresentamos a síntese da avaliação da ETIC¹⁵, com os dados que consideramos mais relevantes. A avaliação completa pode ser visualizada no APÊNDICE A. O mapa de *cash flow* foi elaborado com base na informação factual recolhida. Um resumo da atividade projetada é apresentado como se segue:

Quadro 7 - Síntese da avaliação ETIC

Dados Operacionais	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
Ensino Profissional (EPI)	442 028	474 351	528 458	512 213	517 335	523 543
Taxa de Crescimento		7,30%	11,40%	-3,10%	1,00%	1,20%
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	10%	11%	13%	12%	12%	12%
Receita média por aluno (inc. subsídio)	6 753,40	5 998,20	5 382,50	5 598,20	5 612,60	5 679,90
Subsídios à Exploração	2 272 853	2 176 849	2 178 945	2 180 537	2 182 320	2 208 508
Taxa de Crescimento		-4,20%	0,10%	0,10%	0,10%	1,20%
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	52%	53%	52%	50%	50%	50%
Ensino Técnico e Especializações (ETIC)	1 690 000	1 487 336	1 499 914	1 669 664	1 686 361	1 706 597
Taxa de Crescimento		-12,00%	0,80%	11,30%	1,00%	1,20%
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	38%	36%	36%	38%	38%	38%
Receita média por aluno	3 346,50	3 045,70	3 114,00	3 120,90	3 152,10	3 189,90
Total de Prestação de Serviços	2 132 028	1 961 687	2 028 373	2 181 877	2 203 695	2 230 140
Taxa de Crescimento		-8,00%	3,40%	7,60%	1,00%	1,20%
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	48%	47%	48%	50%	50%	50%
Prestação Serv. + Subs. Exploração	4 404 881	4 138 536	4 207 318	4 362 413	4 386 016	4 438 648
Taxa de Crescimento		-6,00%	1,70%	3,70%	0,50%	1,20%

¹⁵ A empresa ETIC foi avaliada pelo conjunto das escolas ETIC e EPI

								Year-End December
DCF (in €)	Calculation	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	Perpet.
<u>Free Cash Flows</u>								
EBIT		124.318	267.410	517.477	607.100	639.995	658.706	675.174
Depreciation		347.221	130.143	130.143	130.143	106.441	96.687	96.687
Working Capital Investment		4.218.385	-188.101	-7.136	699	1.462	2.660	2.660
Capex		-178.235	0	0	0	0	0	-96.687
<hr/>								
Free Cash Flow	Annual	4.511.689	209.452	640.485	737.943	747.898	758.053	677.834
<hr/>								
Discount Factor		0,761	0,872	1	1,128	1,271	1,433	
<hr/>								
Present value of annual cash flows		0	240.070	640.485	654.472	588.274	528.818	
<hr/>								
Shareholders Value								2.412.049

Fonte: Elaboração própria a partir de matrizes financeiras

Em termos operacionais é possível verificar que existiu nas duas escolas um decréscimo de alunos em 2010, cenário que só se prevê recuperado, em estimativa, em 2014.

Em termos de faturação para os anos 2013 e 2014 prevemos uma taxa de crescimento médio de 0,85%.

Ao nível de receitas, a principal componente do ensino profissional, provém dos subsídios estatais (DREL), estimando-se que a partir de 2014 se irá verificar um aumento do subsídio médio por aluno, em linha com a inflação. Em termos do ensino Técnico as propinas assumem o total de receitas da escola, sendo expetável que em 2014 ascendam a 1.706.597€ com uma receita média anual por aluno a crescer à inflação. Estima-se que os proveitos provenientes de Workshops evoluam em linha com a inflação estimada.

Considerando os pressupostos descritos no APÊNDICE A- “Avaliação ETIC”, sintetizado no quadro supra, estima-se que o *cash flow* operacional da ETIC atinja 677.834€ no ano 2014, o que resulta no valor de 100% dos Capitais das escolas EPI e ETIC através do método DCF de **2.412.049€**.

Síntese da avaliação do IPA

Neste capítulo apresentamos a síntese da avaliação IPA com os dados que consideramos mais relevantes. A avaliação completa pode ser visualizada no APÊNDICE A.

Consideramos em termos operacionais um crescimento do IPA, nomeadamente devido às duas novas licenciaturas, bem como à formação avançada, com pós graduações e workshops, tendo uma taxa de crescimento em média de 7,5% nos dois anos estimados.

Quadro 8 - Síntese avaliação IPA

Dados Operacionais	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
Prestação de Serviços	919 861	811 497	789 676	880 431	942 078	1 018 799
Taxa de Crescimento		-11,80%	-2,70%	11,50%	7,00%	8,10%
Total de Proveitos Operacionais	934 367	818 916	796 900	888 493	950 711	1 028 145
Taxa de Crescimento		-12,40%	-2,70%	11,50%	7,00%	8,10%

								Year-End December	
DCF (in €)	Calculation	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	Perpet.	
<u>Free Cash Flows</u>									
EBIT		-11	-240.935	-195.493	-	109.882	-41.913	44.189	45.294
Depreciation		23.033	12.756	6.750	4.576	4.576	0	0	0
Working Capital Investment		17.094	-23.029	-1.669	4.274	2.894	3.637	3.637	3.637
Capex		-12.372	0	0	0	0	0	0	0
Free Annual Cash Flow		27.744	-251.208	-190.413	-	101.032	-34.443	47.826	48.931
Discount Factor		0,761	0,872	1	1,128	1,271	1,433		
Present value of annual cash flows		0	-287.930	-190.413	-89.604	-27.091	33.364		

Shareholders
Value

-273.745

Fonte: Elaboração própria a partir de matrizes financeiras

O total de Proveitos Operacionais registou um decréscimo no ano 2010 e 2011, fruto do encerramento dos cursos de Contabilidade e Informática, com a saída respetiva de alunos. Relativamente aos outros

curiosos e para os anos seguintes considerou-se um crescimento no número médio de alunos por turma, e para os novos cursos de Design, Produção Multimídia Interativa e as pós graduações de Fotografia e de Grafismo.

A receita média por aluno de matrículas, exames e candidaturas foi projetada em linha com a inflação estimada. Os Outros Proveitos, incluídos no total de prestações de serviços, incluem valores cobrados com multas, seguros escolares, certidões, diplomas, declarações entre outros.

Com base nos pressupostos descritos no APÊNDICE A – “Avaliação IPA”, sintetizados no quadro supra, estima-se que o IPA liberte anualmente no ano de 2014, um *cash flow* operacional de cerca de 48.931€. No entanto, e devido às recorrentes necessidades de CAPEX ¹⁶, o valor de *Free Cash Flows* é residual, não compensando os *Cash Flows* negativos do período explícito.

Mesmo tendo em conta o crescimento de alunos, o valor do IPA é negativo em **-273.745€**.

Síntese da avaliação Colégio do Cesário Verde

Neste capítulo apresentamos a síntese da avaliação do Colégio Cesário Verde, com os dados que consideramos mais relevantes. A avaliação completa pode ser visualizada no APÊNDICE A.

A mudança de instalações vai permitir em termos operacionais um crescimento do colégio, quer em número de alunos, quer em receita.

Quadro 9 - Síntese avaliação Cesário Verde

Dados Operacionais	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
Prestação de Serviços	1 359 215	1 308 559	1 227 113	1 317 018	1 711 355	2 059 172
Taxa de Crescimento		-3,70%	-6,20%	7,30%	29,90%	20,30%
Total de Alunos (média)	350	327	303	321	411	487
Total de Alunos (ano letivo)	335	310	289	384	464	534
Variação de novos alunos		-25	-21	95	80	70
Total de Proveitos Operacionais	1 362 986	1 312 186	1 240 125	1 340 097	1 735 052	2 084 036
Taxa de Crescimento		-3,70%	-5,50%	8,10%	29,50%	20,10%
Receita média aluno	3 890	4 017	4 093	4 179	4 225	4 276

Fonte: Elaboração própria a partir de matrizes financeiras

¹⁶ CAPEX, ou gastos em capital são despesas que produzem benefícios ao longo de um período futuro longo (superior a um ano). O capex ocorre quando uma empresa compra ativos (imobilizado) ou investe em ativos já existentes que possuam uma vida útil superior ao exercício em que ocorre a compra ou investimento. O capex é usado pela empresa para adquirir ou melhorar ativos físicos tais como instalações, equipamento, veículos e outro tipo de ativos que possuem vidas e usos que não se esgotam no exercício em que são adquiridos e que, portanto, estão sujeitos a um reconhecimento do respetivo custo ao longo de vários exercícios, via amortizações. - Fonte: <http://www.thinkfn.com/wikibolsa/Capex#sthash.SP6p7jSl.dpuf>

								Year-End December
DCF (in €)	Calculation	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	Perpet.
<u>Free Cash Flows</u>								
EBIT		66.220	48.949	-	-			
Depreciation		23.448	46.975	36.124	34.179	32.234	30.289	30.289
Working Capital Investment		-19.796	-123.870	-1.421	5.970	21.633	20.902	20.902
Capex		-238.560	0	-70.000	0	0	0	-30.289
<hr/>								
Free Cash Flow	Annual	-168.688	-27.946	-	-	30.921	213.290	187.054
<hr/>								
Discount Factor		0,761	0,872	1	1,128	1,271	1,433	
<hr/>								
Present value of annual cash flows		0	-32.031	-	-	24.321	148.791	
<hr/>								
Shareholders Value							-175.973	

Fonte: Elaboração própria a partir de matrizes financeiras

O total dos proveitos operacionais é similar nos primeiros anos, sendo que em 2013, com a mudança de instalações do colégio existe uma previsão para aumento significativo do número de alunos com influência clara na subida dos proveitos operacionais.

Os proveitos registados com mensalidades e outras atividades foram projetados em linha com a inflação estimada. Relativamente a receitas com matrículas e atividades estas foram igualmente projetadas em função da inflação, considerando-se no entanto que só apenas a partir de 2013 a receita média por aluno será atualizada. As atividades extracurriculares dizem respeito maioritariamente às atividades de Natação e receitas do refeitório. As outras atividades contemplam maioritariamente proveitos com prestações de serviços acessórios, transporte e bar.

Considerando-se os pressupostos descritos no APÊNDICE A- “ Avaliação Colégio Cesário Verde”, e sintetizados no quadro supra, estima-se que o *cash flow* de 187.054€ para o último ano estimado. No entanto, e apesar do crescimento do número de alunos, o seu valor é negativo em **175.973€**, devido na sua essência à dívida que possui nos saldos entre contas do grupo (571.000€) em despesas de funcionamento e investimento.

Avaliação da Loucarte

A avaliação da Loucarte foi realizada pelo método patrimonial descrito no ponto deste trabalho *Principais Métodos de Avaliação*, uma vez que se considera ser uma atividade, que não irá evoluir para que o seu valor esteja nos *cash flows* futuros, mas sim na atual situação patrimonial.

Utilizando a fórmula descrita no método conseguimos chegar ao valor de avaliação da Loucarte que apresentamos no Quadro 7:

Quadro 10 - Avaliação Loucarte

Capitais Próprios	- 80 000,00 €
Ajustamento aos Capitais Próprios	- 134 000,00 €
Equity value	- 214 000,00 €

Fonte: elaborado pelo próprio

Através do método patrimonial é possível chegar ao valor negativo de **-214.000€**.

Valor Grupo resultante da Avaliação.

Do resultado da nossa avaliação, chegamos ao valor do grupo no total de **1.748.330,68€**, sendo que o valor positivo das escolas ETIC e EPI, suporta o resultado negativo das outras escolas bem como o da produtora, como se pode verificar no Quadro 8 que a seguir se apresenta:

Quadro 11 - Quadro resumo avaliação grupo

Valor Grupo	
ETIC	2 412 048,97 €
IPA	-273 744,83 €
Cv	-175 973,46 €
Loucarte	-214 000,00 €
Total	1 748 330,68 €

Fonte: Elaboração própria

3.3 - Comparação das três Avaliações

Para análise, e de modo a conseguirmos verificar as diferenças entre avaliações usámos como padrão o desvio médio, tendo como base a seguinte definição: “Em estatística, o desvio médio é uma medida da dispersão de uma amostra de dados em relação à sua média. Esta medida representa a média das distâncias entre cada elemento da amostra e seu valor médio” (Reina, 2013)

Importa destacar que o valor do grupo só tem em conta o valor do negócio operacional das escolas, a parte que diz respeito ao imobiliário não foi contemplada em nenhuma das três avaliações.

Resumo de Valores do grupo

O resultado das avaliações apresentam um desvio médio de cerca **722.593€**, e uma taxa de desvio médio a rondar os 40%, fato que pode ser visualizado no quadro 9.

Quadro 12 - Resumo de valores de grupo

Valor Grupo ETIC- Atribuído pela Consultora A		Valor Grupo ETIC – Atribuído pela Consultora B		Valor Grupo ETIC – Atribuído através do próprio –C	
ETIC	0,00 €	ETIC	1 915 999,00 €	ETIC	2 412 048,97 €
Cite	0,00 €	Cite	-23 000,00 €	Cite	-273 744,83 €
Cv	0,00 €	Cv	-927 000,00 €	Cv	-175 973,46 €
Loucarte		Loucarte	-213 000,00 €	Loucarte	-213 000,00 €
Total	2 877 000,00 €	Total	752 999,00 €	Total	1 749 330,68 €

Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
1 793 109,89 €	722 593€	40%

Fonte: Consultoras em causa e o próprio

Partindo dos valores finais das três avaliações, vamos estudar de seguida, quais as grandes diferenças que existiram por base nas avaliações, nomeadamente comparar as seguintes rubricas reais e estimadas: número de alunos das escolas, resultados, proveitos, fornecimentos e serviços externos, custo com pessoal e investimento.

É fácil observar a partir do quadro 13 (cf página 39 deste trabalho) que existem estimativas de crescimento muito diferentes nomeadamente para o Colégio Cesário Verde.

Nos capítulos seguinte iremos especificar as principais diferenças encontradas.

Comparação de valores do número de alunos das escolas

No quadro 13 seguinte sintetiza-se a diferença de alunos estimada nas três avaliações. Podemos observar que na escola EPI existe um desvio médio de alunos de 19 e uma taxa de desvio médio de 4%. Quanto à escola ETIC o desvio médio é de 14 alunos e a taxa de desvio médio situa-se nos 3%. No que diz respeito ao IPA o valor do desvio médio é de 20, com taxa de desvio médio de 8%. Por fim o colégio Cesário Verde apresenta um desvio médio de previsão de 93 alunos e a taxa de desvio médio atinge os 26%. Em conclusão podemos, por conseguinte, afirmar que existiram diferentes previsões de

crescimento de alunos nas três avaliações e que é de esperar que este seja responsável por parte das diferenças verificadas.

Quadro 13 - Comparação de número de alunos das escolas

Nº alunos	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Média de Alunos	Crescimento alunos 2009-2014	Média Alunos das Propostas	Desvio Médio	% Desvio Médio
EPI-A		450	433	443	448	480	490	524	535	475	92	461	19	4%
EPI - B	418	408	393	402	424	459	459	459	459	433	57			
EPI- C				406	514	481	481	481	481	474	75			
ETIC- A		565	488	499	509	519	530	540	551	525	52	510	14	3%
ETIC – B	526	540	541	505	469	425	478	478	478	489	-27			
ETIC – C				505	455	535	535	535	535	517	30			
IPA - A		263	285	281	281	281	289	306	306	287	25	257	20	8%
IPA - B	307	263	238	269	219	209	211	226	244	235	-25			
IPA - C				238	210	240	250	274	280	249	42			
cv - A		418	458	442	481	490	499	509	519	477	77	362	93	26%
cv - B	250	257	252	221	199	210	216	215	215	223	-6			
cv - C				335	310	289	384	464	534	386	199			

Fonte: Elaborado pelo Próprio

Comparação de valores da ETIC

O quadro 14 seguinte, apresenta a comparação das grandes rubricas da escola etic. Podemos verificar que existem grandes discrepâncias em alguns valores, nomeadamente em relação:

- à EBIT – com a avaliação C, sendo esta a mais otimista e A a mais pessimista, é possível verificar que o desvio médio é de 158.520€, e a taxa de desvio médio é de cerca de 35%;

- nos proveitos operacionais o desvio médio é de 289.030€ e a taxa de desvio médio é de 6,05%;

- na rubrica Fornecimento e Serviços Externos, existe um desvio médio de 646.855€, e a taxa de desvio médio é de 27, 47%;

- quanto aos custos com o pessoal, o desvio é de 51.854€, e taxa de desvio médio é de 3,70%;

- em termos de investimento CAPEX o desvio é de 85.951€ com taxa de desvio médio de 36,87%.

Quadro 14 - Comparação de valores ETIC

Demonstração de Resultados	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
EBITDA-A	471541	315436	431910	516060	522491	529978	674124	96097	14,26%
EBITDA-B	370000	528000	619000	623000	730000	737000			
EBITDA-C	471539	397554	647620	737243	746436	755393			
EBIT-A	124319	57825	123733	257963	222582	215683	453463	158520	34,96%
EBIT-B	23000	135000	371000	404000	530000	486000			
EBIT-C	124318	267410	517477	607100	639995	658706			
RL-A									
RL-B	18490	115572	-79538	21501	-32450	-60036			
RL-C	18440	22698	222690	319507	369286	405079			

Proveitos Operacionais	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
PrServ.							4774456	289030	6,05%
+Subs.ExpA		4399000	4658000	4785000	5065000	5208000			
PrServ.									
+Subs.ExpB		4472386	4401747	4595332	4621264	4676719			
PrServ.									
+Subs.ExpC		4138536	4207318	4362413	4386016	4438648			
TaxadeCrescimentoA		1,5%	-1,6%	4,4%	0,6%	1,2%			
TaxadeCrescimentoB		1,5%	-1,6%	4,4%	0,6%	1,2%			
TaxadeCrescimentoC		-6,0%	1,7%	3,7%	0,5%	1,2%			

FSE	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
FSE-A	2500000	2606000	2740000	2825000	2956000	3051000	2355036	646855	27,47%
FSE-B	2258683	2663445	2476036	2594306	2599380	2629355			
FSE-C	2258663	1518778	1276680	1366336	1374662	1384754			

Custos com o Pessoal	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
RH-A	-	-	-	-	-	-	-	-	-
RH-B	1562000	1190000	1221000	1256000	1294000	1333000	1399998	51854	3,70%
RH-C	-	-	-	-	-	-	-	-	-
RH-B	1472090	1370259	1370259	1359152	1372743	1389216	-	-	-
RH-C	1472113	1455360	1445797	1445797	1460255	1477778	-	-	-

CAPEX	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
CAPEX-A	-	242000	266000	271000	276000	282000	233090	85951	36,87%
CAPEX-B	178234	300000	303600	306332	309396	313108	-	-	-
CAPEX-C	178235	100000	101000	102212	103132	104163	-	-	-

Fonte: Elaborado pelo Próprio

Comparação dos valores do IPA

O quadro 15 da página seguinte, apresenta a comparação das grandes rubricas do instituto IPA. Podemos afirmar que também aqui existem grandes discrepâncias em alguns valores, nomeadamente em relação:

- à EBIT – com a avaliação C, sendo esta, como já referimos, a mais otimista e B a mais pessimista, é possível verificar que o desvio médio é de 18.014€, e a taxa de desvio médio é de cerca de 105%;
- nos proveitos operacionais o desvio médio é de 452.324€ e a taxa de desvio médio é de 133%;
- na rubrica Fornecimento e Serviços Externos, existe um desvio médio de 49.316€, e a taxa de desvio médio é de 10%;
- quanto aos custos com o pessoal, o desvio é de 39.341€, e taxa de desvio médio é de 10%;
- em termos de investimento CAPEX o desvio é de 15.640€ com taxa de desvio médio de 100%.

Quadro15- Comparação de Valores IPA

Demonstração de Resultados	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
EBITDA–A	23022	-51454	-62995	-54639	-17986	26404	56531	28313	50%
EBITDA–B	-41000	-61000	60000	72000	102000	99000			
EBITDA–C	23022	-228179	-188743	-105306	-37337	44189			
EBIT–A	-11	-77112	-77290	-66013	-33228	7248	17169	18014	105%
EBIT–B	-148	34	39	47	72	69			
EBIT–C	-23033	-12756	-6750	-4576	-4576	44189			
RL–A									
RL–B	851	-80902	-87665	-84249	-59731	-25166			
RL–C	851	-241353	-205715	-129843	-69612	13036			

Proveitos Operacionais	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
Prestação Serv. + Subs. Exploração A	926	908	929	974	1050	1071	340314	452324	133%
Prestação Serv. + Subs. Exploração B	920	908	929	974	1050	1071			
Prestação Serv. + Subs. Exploração C	919861	811497	789676	880431	942078	1018799			
Taxa de Crescimento A	181%	-2%	2%	5%	8%	2%			
Taxa de Crescimento B	12%	-15%	-7%	2%	8%	9%			
Taxa de Crescimento C	-12%	-3%	11%	7%	8%	0%			

Custos com o Pessoal	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
RH-A	-298000	-303000	-312000	-321000	-330000	-340000	399012	39341	10%
RH-B	-436033	-399430	-419073	-419073	-423264	-428343			
RH-C	-436033	-524999	-419415	-419415	-423609	-428692			

CAPEX	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
CAPEX–A	-	29	30	30	31	31	15671	15640	100%
CAPEX–B	12372	30000	30360	30633	30940	31311			
CAPEX–C	12372	-	-	-	-	-			

Fornecimentos e Serviços Externos	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
FSE-A	-514000	-381000	-391000	-410000	-441000	-450000	-473979	49316	-10%
FSE-B	-456951	-437365	-374962	-380526	-400178	-423983			
FSE-C	-456952	-515929	-560181	-567837	-557551	-547953			

Fonte: Elaborado pelo Próprio

Comparação dos valores do Colégio Cesário Verde

O quadro 16 apresenta a comparação das grandes rubricas do colégio Cesário Verde. Podemos verificar a evidência de grandes discrepâncias em alguns valores, nomeadamente no que diz respeito:

- à EBIT – com a avaliação C, sendo C a mais otimista e B a mais pessimista, é possível verificar que o desvio médio é de 68.751€, e a taxa de desvio médio é de cerca de 117%;
- nos proveitos operacionais o desvio médio é de 755.675€ e a taxa de desvio médio é de 22%;
- na rubrica Fornecimento e Serviços Externos, existe um desvio médio de 273.612€, e a taxa de desvio médio é de 67%;
- quanto aos custos com o pessoal, o desvio é de 440.043€, e taxa de desvio médio é de 67%;
- em termos de investimento CAPEX o desvio é de 6€ com taxa de desvio médio de 100%.

Quadro16 – Comparação de valores Cesário Verde

Demonstração de Resultados	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
EBITDA-A	89671	22784	-4799	36916	47710	48283	80240	74765	93%
EBITDA-B	45	82	75	67	59	50			
EBITDA-C	89668	95924	-70540	-239511	9288	192388			
EBIT-A	66223	-10286	-37948	3671	14347	14778	58972	68751	117%
EBIT-B	10	57	49	54	50	40			
EBIT-C	66220	48949	-106664	-273690	-22946	162099			
RL-A									
RL-B	47212	-32064	-66653	-33365	-29776	-33977			
RL-C	47474	8472	-143504	-311306	-39369	148282			

Proveitos Operacionais	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
PrestaçãoServiçoA	1406	1464	1492	1520	1551	1582	3405282	755675	22%
PrestaçãoServiçoB	1362986	1280281	1245448	1301564	1328585	1344528			
PrestaçãoServiçoC	1359215	1308559	1227113	1317018	1711355	2059172			
TaxadeCrescimentoA	-7%	4%	2%	2%	2%	2%			
TaxadeCrescimentoB	-7%	-6%	-3%	5%	2%	1%			
TaxadeCrescimentoC	0%	-4%	-6%	7%	30%	20%			

Fornecimentos e Serviços Externos	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
FSE-A	414	417	426	434	443	452	-406750	273612	67%
FSE-B	411276	384682	-378003	-391484	-398748	-403533			
FSE-C	411279	383894	-446381	-682639	-753310	-817168			

Custos como Pessoal	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
RH-A	896	904	928	955	984	1013	-659052	440043	67%
RH-B	827918	850495	-850495	-850495	-859000	-869308			
RH-C	827919	865854	-886227	-911693	-997973	-1108861			

CAPEX	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Média	Desvio Médio	% Desvio Médio
CAPEX-A	-	1023856	11	11	11	11	6	6	100%
CAPEX-B	-	0	-	-	-	-			
CAPEX-C	-	0	-	-	-	-			

Fonte: Própria

Em modo de conclusão, relativamente às diferenças de valores vertidas nas três avaliações efetuadas ao Grupo ETIC, poderemos afirmar que a avaliação da consultora A foi a mais otimista, a da consultora B a mais pessimista, ficando a nossa avaliação num nível intermédio. Na prática a consultora A avaliou o grupo ETIC no valor de **2.877.000,00€**, a consultora B avaliou o grupo ETIC num valor de **752.999,00€**. A nossa avaliação, por seu lado, atribuiu o valor de **1.749.330,68€**, o que implica um desvio médio entre valores de 40%, o que se traduz numa oscilação de valores no montante de **722.593€**.

As diferenças estão sustentadas nas seguintes expectativas de crescimento, ao longo dos 4 anos estimados: para a Escola Profissional (EPI), a consultora A prevê um crescimento de 96 alunos neste período, o que na prática reflete um incremento de 4 Turmas, face à previsão da consultora B com um crescimento estimado de 57 alunos, cerca de 2 turmas. A avaliação C prevê um crescimento de 75 alunos, na prática 3 turmas.

No que se refere à Escola técnica (ETIC), a consultora A prevê um crescimento no período estimado de 52 alunos com um crescimento de cerca de 3 turmas, a consultora B prevê um crescimento negativo de -27 alunos, cerca de 2 turmas, e a avaliação C, prevê um crescimento de 30 alunos, cerca de 2 turmas.

Quanto ao Ensino Superior (IPA), os cenários de crescimento para os 4 anos refletem-se nas seguintes evoluções: a consultora A prevê um crescimento de 25 alunos ou seja 1 turma, a consultora B um crescimento negativo de 25 alunos, menos uma turma e a avaliação C um crescimento de 42 alunos, cerca de 2 turmas.

Quanto ao Colégio (CV), também existiram divergências quanto aos cenários de crescimento no período em causa. Assim, a consultora A prevê um crescimento de 77 alunos, cerca de 3 turmas, a consultora B um crescimento negativo de 6 alunos, e a avaliação C um crescimento de 199 alunos, o que na prática se traduz em 8 turmas.¹⁷

Estas estimativas são a principal razão de divergência de valores atribuídos ao grupo de educação ETIC pelas três consultoras, pois as expectativas de crescimento do mercado de educação foram díspares nas três avaliações, sendo que o número de alunos expectável influencia diretamente as provisões de receitas do grupo, bem como custos de pessoal, fornecimentos e serviços externos e Investimento.

No caso da ETIC, as principais diferenças nas avaliações efetuadas verificaram-se nas rubricas de Fornecimento e Serviços Externos, tendo como base o número de horas de leção por professores externos. O desvio médio entre as 3 avaliações é de 27,47% o que na prática reflete um valor de 646.855,00€.

Outra rubrica com diferenças significativas é a de investimento – CAPEX, com oscilações de valor médio de 36,87%, representando diferenças médias de 8.5951,00€.

No caso do IPA, as grandes diferenças verificaram-se nas rubricas de resultados, no EBITDA. A oscilação tendo por base o valor médio é de 50%, o que se traduz no valor

¹⁷ A avaliação C teve em conta uma mudança de instalações que permite este crescimento sustentado. As consultoras não tiveram em conta este cenário dado que não era hipótese na altura em que as avaliações foram efetuadas.

de 28.313€. A rubrica Capex, cujo valor médio de diferença entre as 3 avaliações é de 100%, traduz-se no valor de 15.640€.

No colégio Cesário Verde, as diferenças significativas verificam-se nas rubricas, EBITDA com uma diferença de valor médio de 93%, com valor de 74.765,00€, e na de Recursos Humanos com oscilações de 67%, e, finalmente, na de Investimento com oscilação de 100%.

Em suma, as estimativas de crescimento em termos de alunos e turmas, foram diferentes nas 3 avaliações efetuadas, o que na prática afetou todas as outras rubricas, sendo que o investimento foi a rubrica geral que mais oscilações apresentou em todo o processo.

3.4 – Das entrevistas

Como foi referido no capítulo da metodologia e com o intuito de investigar porque duas avaliações da mesma empresa, partindo dos mesmos elementos contabilísticos, podem dar resultados significativamente diferentes, inquirimos 8 especialistas que efetuam ou usam avaliações como ferramentas de trabalho.

As entrevistas realizadas tiveram, como foi referido na *Metodologia*, o objetivo de complementar os dados, tentando obter os pontos de vista (perceções e opiniões) de quem trabalha diariamente com avaliações.

A seleção de entidades e pessoas a entrevistar foi feita tendo em conta os objetivos específicos que nos propusemos atingir, tentando alargar o leque de entrevistados, passando por grandes empresas, até pessoas em nome individual, bem como por professores do mundo académico e empresários.

Através de uma análise de nuvem de termos (cf. Figura 6) e da consulta do número de vezes que uma palavra é usada, validámos as palavras que aparecem em maior proeminência e que portanto ocorrem com maior frequência:



Figura 6 – Nuvem de termos de palavras das entrevistas

Do conjunto das oito entrevistas efetuadas, e conforme podemos observar na figura 6, as palavras com mais relevo foram “Avaliação”, “Empresa”, “Valor”, “Muito” e “Avaliador”, o que vai de encontro com o tema em estudo.

As entrevistas foram efetuadas, tendo por base dois blocos de informação: o primeiro com dados sociodemográficos, e um segundo com questões de ordem técnica. Analisemos cada um deles.

Caracterização dos Dados Sociodemográficos

A análise dos dados sociodemográficos foi efetuada tendo em conta a recolha de dados das primeiras três perguntas do inquérito, tendo considerado as seguintes variáveis:

- Idade,
- Habilitações académicas,
- Número de anos em que executa avaliações.

O grupo de entrevistados é composto por oito indivíduos, todos do sexo masculino, com idades compreendidas entre os 28 e 53 anos, com a média de idades de 41 anos, como mostra a figura 7:

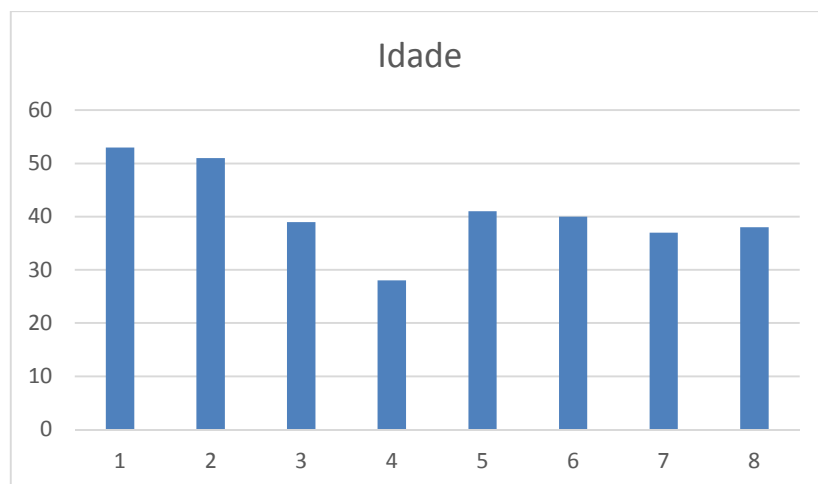


Figura 7 – Idades dos Entrevistados

Fonte: Entrevistas realizadas

No que se refere ao número de anos de experiência profissional, no campo de avaliações, do grupo de entrevistados sinalizámos uma pessoa que, apesar de não efetuar diretamente avaliações, está envolvida em muitos processos de aquisições, tendo as avaliações por base.

Como mostra a figura 8 temos o número mínimo de experiência é de 2 anos até um máximo de 25, o número médio de anos de experiência profissional é de 12 anos.

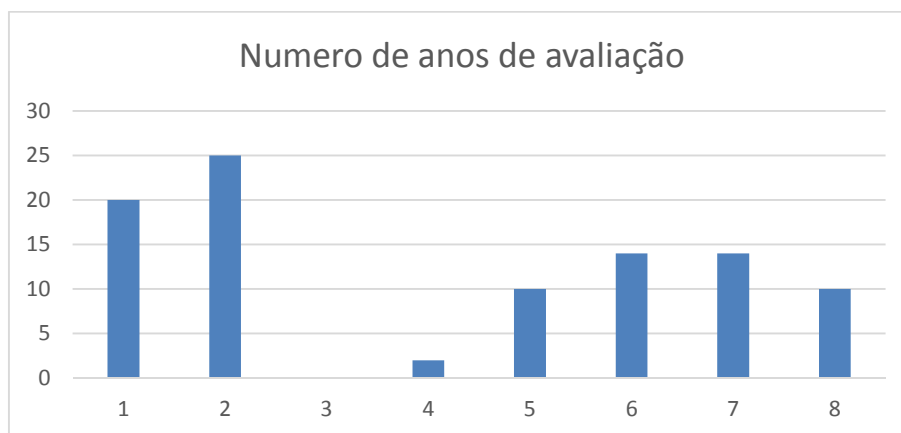


Figura 8 – Número de anos de avaliações dos entrevistados

Fonte: Entrevistas realizadas

No que se refere a habilitações académicas, 50% detêm um grau de licenciatura, 38% possuem pós-graduações, e 12% são titulares de um grau de mestre, como mostra a figura 9.

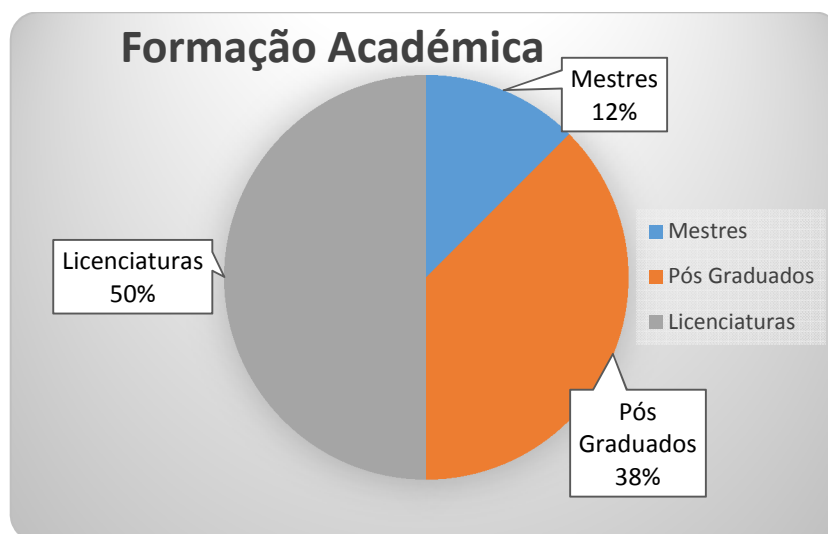


Figura 9- Figura com as formações académicas dos entrevistados

Fonte: Entrevistas realizadas

Perceção sobre resultados diferentes utilizando os mesmos dados e o mesmo método.

“Considera possível perante os mesmos dados contabilísticos de uma empresa existirem avaliações com resultados finais completamente diferentes, utilizando os avaliadores o mesmo método de avaliação?”

Através do gráfico podemos observar que a totalidade dos inquiridos respondeu afirmativamente, indicando como principais fatores:

- A divergência de pressupostos, a avaliação pode ter objetivos diferentes e
- A utilização do método DCF, uma vez que, o mesmo se baseia em perspetivas futuras de comportamento de fluxos de caixa da empresa (período explícito), nas taxas de crescimento previstas para os *cash flows* (período implícito), bem como no custo estimado para o capital próprio o que poderá originar dificuldades na obtenção de consenso.

Podemos visualizar na figura seguinte, quais os termos mais utilizados nesta questão, que reflete a com que são utilizados.



Figura 10 - Nuvem de termos sobre resultados diferentes de avaliações

Da análise desta nuvem de termos, poderemos concluir que as palavras de maior frequência são: “Empresas”, “Avaliações”, “Resultados”, “Diferentes”, “Pressupostos” o que como veremos mais adiante no trabalho, poderá logo indicar desde logo que os pressupostos podem ser uma das causas de avaliações com resultados diferentes.

Intervalos de diferença aceitáveis

“Em caso afirmativo qual o intervalo que considera credível para esta diferença?”

Como vimos atrás, os entrevistados estiveram de acordo na pergunta 1. No entanto, quando falámos de intervalos de diferença, as opiniões divergiram, sendo que metade achou normal que o intervalo oscilasse de 0 – 10%, um quarto no intervalo de 0 – 50%, 13% no intervalo 0-40%, e os restantes 12% no intervalo 0-20%.

Embora a maioria dos entrevistados tenha afirmado que as discrepâncias acima do intervalo 0-10% implicam a existência de pressupostos não ajustados à realidade, verifica-se que a atual realidade económica poderá dar azo a avaliações com valores muito diferentes, ainda que não incorretas.

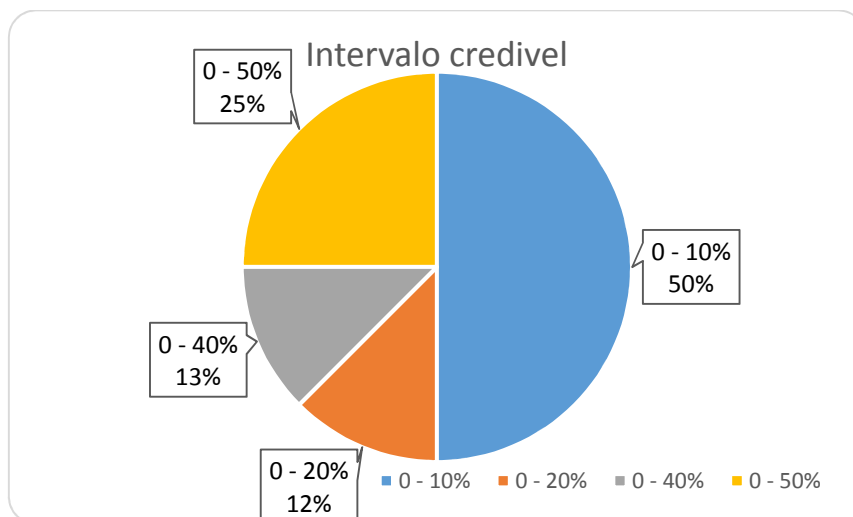


Figura 11 - Intervalos credíveis de diferenças de resultados

Fonte: Entrevistas realizadas

Existência de erros técnicos

“Perante duas avaliações com resultados finais três vezes superiores, acha que existiu algum erro técnico? Se sim, qual o mais comum?”

Nas respostas à pergunta 3, temos metade dos entrevistados a afirmar que a discrepância do valor final de avaliação pode estar dependente de um erro técnico e o restante número a constatar que a diferença tem por causa outros fatores.

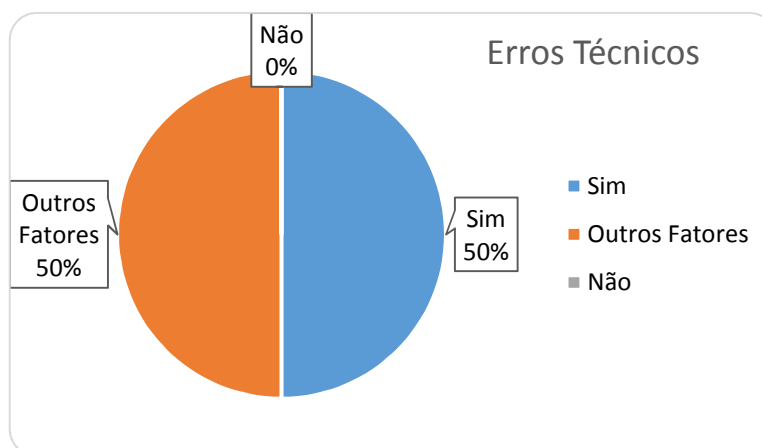


Figura 12 - Possibilidade de erros técnicos na origem de discrepância de valores

Fonte: Entrevistas realizadas

Dos entrevistados que afirmaram ser comum existirem erros técnicos, os principais enunciados foram:

- Erros de fórmulas nas folhas de cálculo;
- Cálculo da dívida líquida;
- Cálculo das taxas de perspetividade;
- O menosprezar das necessidades de Investimento capex e working capital¹⁸;
- Cálculo do valor residual.

Os que afirmaram que existem outros fatores, indicaram como principais os seguintes:

- Diferentes pressupostos;
- Perceções distintas que afetam o comportamento projetado da empresa;
- Períodos temporais distintos.

Podemos visualizar quais os termos mais utilizados nesta questão, que reflete a frequência dos mesmos.



Figura 13 - Nuvem de termos - Possibilidade de erros técnicos na origem de discrepância de valores

Desta nuvem de termos, resulta que as palavras com maior frequência, são: “ Empresa”, “Muito”, “Técnico”, “Avaliação”, “Podem” e “ Avaliador”, palavras que, embora não estejam diretamente ligadas a erros técnicos na origem de valores, são palavras usadas na terminologia dos processos de avaliação.

¹⁸ Working capital - capital usada pelo negócio em suas atividades correntes, bens associados, rendas usadas como base para as despesas. – Fonte: <http://oque.dicionarist.com/working+capital>

Impacto da causa da avaliação na mesma

“Considera que a causa da avaliação pode ter algum impacto nos resultados? Nomeadamente se avaliação for de teor corporativo, bens de investimento ou situação de litígio?”

No que se refere ao impacto nos resultados da causa da avaliação, 75% das respostas afirmam que as mesmas podem influenciar os resultados e 25% afirmam que não (cf. à frente a Figura 14).

A maioria considera que o objetivo da avaliação pode influenciar o resultado, sendo que o processo, para ser independente e ético, deve apresentar no *disclamer*¹⁹ a causa da mesma. Com a causa identificada quem utilizar a avaliação como ferramenta de trabalho consegue identificar a finalidade da mesma.

A minoria, apesar de considerar que a causa não deve influenciar a avaliação, assume que esta última acaba inevitavelmente por revelar algum impacto.

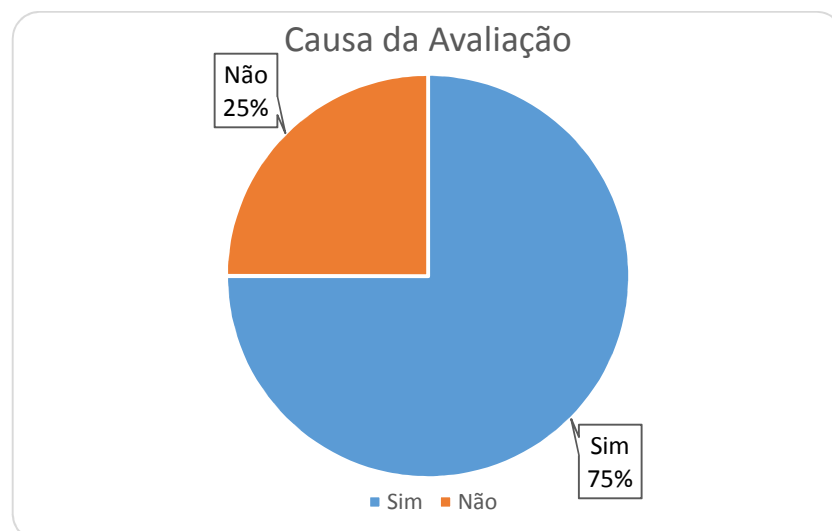


Figura 14 - Interferência da causa de avaliação no resultado

Fonte: Entrevistas realizadas

¹⁹ *Isenção de responsabilidade* Declaração escrita que isenta o autor de responsabilidade por perdas que atingem a terceiros, em função de erros, má avaliação ou omissões. Pode estar inserida em prospeto de lançamento de investimento. Pode revelar conflitos de interesses que, eventualmente, afetam recomendações contidas na declaração. Fonte: <http://www.investionario.com.br/glossario/d/disclaimer-definicao-conceito-o-que-e/>

Podemos agora visualizar quais os termos mais utilizados nesta questão, bem como a frequência dos mesmos.



Figura 17 - Nuvem de termos Influencia do ambiente e sentimento na avaliação

Através da nuvem de termos, que reflete a frequência das palavras mais usadas nas respostas desta questão, podemos observar que as palavras mais usadas foram: “Avaliação”, “Empresas”, “Muito”, “Avaliador”, “Sentimento”, “Valor”. Esta constatação leva a pensar que poderá existir uma relação direta entre as palavras Sentimento e Avaliação.

Fatores que influenciam a avaliação.

“Quais os fatores que considera mais influenciadores?”

Em termos gerais todos os fatores apresentados no conjunto da pergunta 6, descritos em baixo, influenciam as avaliações sendo que devem ser devidamente analisados e levados em conta na avaliação da empresa. Caberá ao avaliador verificar e validar qual será o real impacto e o peso de cada um deles na performance da empresa, de modo a serem incluídos no modelo de análise.

Embora não o tenhamos solicitado aos entrevistadores, podemos ordenar hierarquicamente por ordem de importância quais os fatores com maior relevo em termos de influência no processo de avaliação, com base nas opiniões dos entrevistados:

- Interlocutores;
- Clima da empresa;
- Opiniões e comunicação da empresa;
- Instalações e acessibilidades (mediante negocio da empresa);
- Comunicação da empresa.

Opiniões sobre a empresa

No que concerne ao item *opiniões da empresa*, 87% afirma que as mesmas são tidas em conta enquanto que 13% afirma que as mesmas não têm um peso significativo apesar de as terem em conta (Figura 18).

A maioria afirma ainda que o valor que se atribui a uma empresa tem em conta o grau de competitividade atribuído à empresa e aos seus produtos, para os quais contribuíram as opiniões formuladas pelo avaliador ou exteriores ao processo.

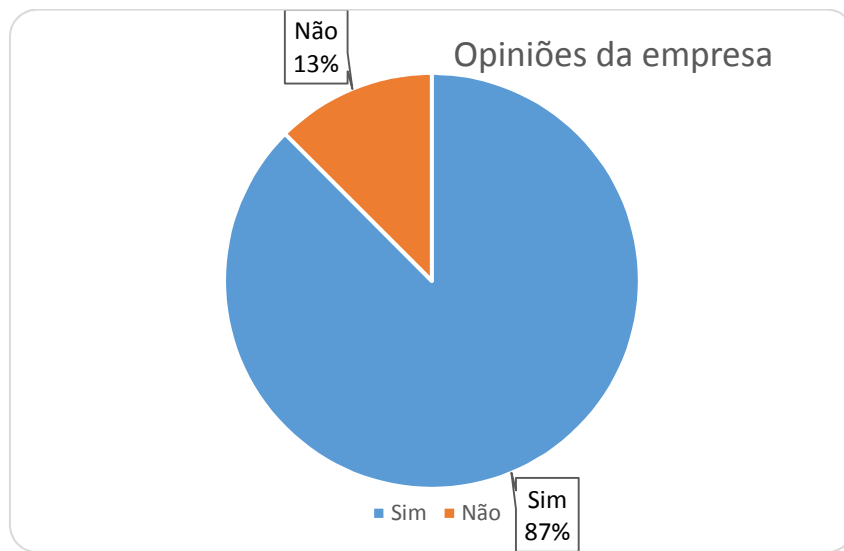


Figura 18 - Opiniões sobre a empresa

Fonte: Entrevistas realizadas

Notícias da empresa

As notícias associadas à empresa têm o mesmo peso 87%, e são fator predominante nas opiniões sobre a empresa, facto que se representa na Figura 19:

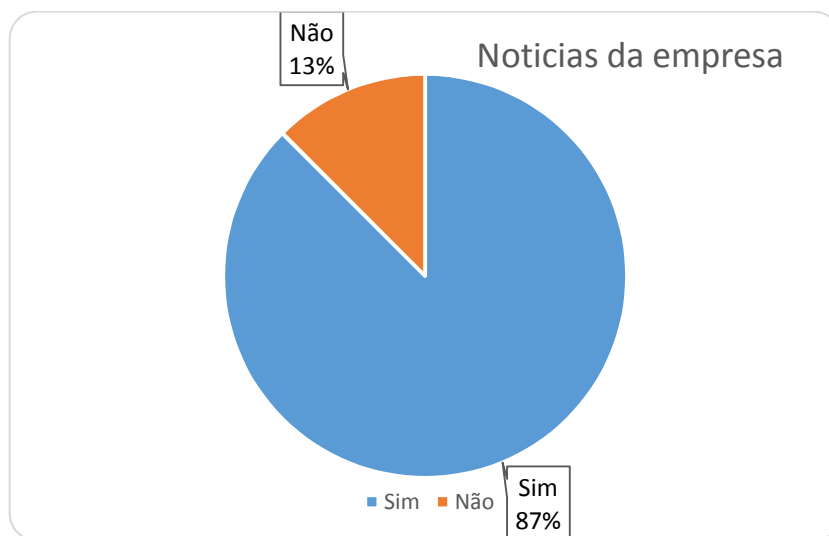


Figura 19 - Notícias da empresa

Fonte: Entrevistas realizadas

Clima da empresa

No que se refere ao clima da empresa, 75% dos entrevistados afirma ser um fator influente numa avaliação, face aos restantes 25% que afirmam ter opinião contrária (Figura 20). Tendo por base essencialmente a motivação dos recursos humanos, poderão conceber-se dois cenários: se a motivação for alta, ajudará ao desempenho futuro da empresa, se os recursos humanos estiverem desmotivados e pouco dinâmicos esse fator influenciará sempre negativamente a avaliação.

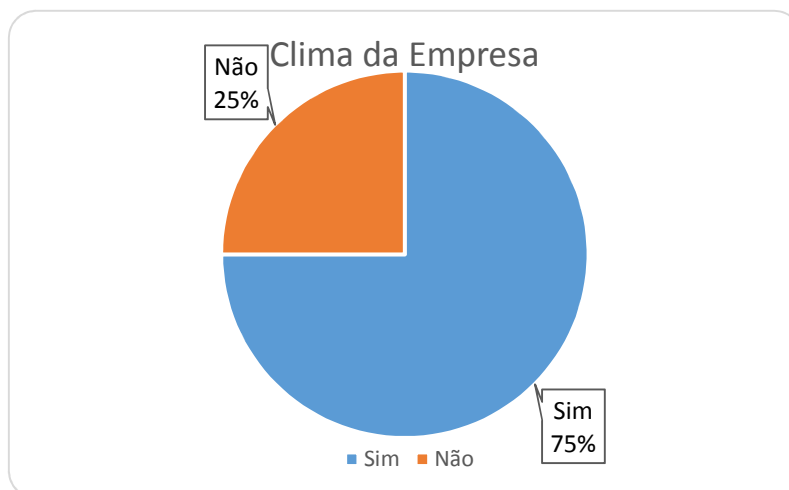


Figura 20 - Clima da empresa

Fonte: Entrevistas realizadas

Comunicação da empresa

Foi atribuída menor importância à comunicação da empresa no fator avaliação, sendo que mesmo assim 62% dos entrevistados considera que influencia a avaliação e 38% que não influencia (Figura 21).

No entanto, a comunicação poderá ser um fator mais ou menos relevante consoante o tipo de empresa que se está a avaliar. Segundo alguns dos entrevistados em muitos negócios, a comunicação externa e interna poderá ser um fator crítico de sucesso e, se assim for, poderá ser muito relevante.

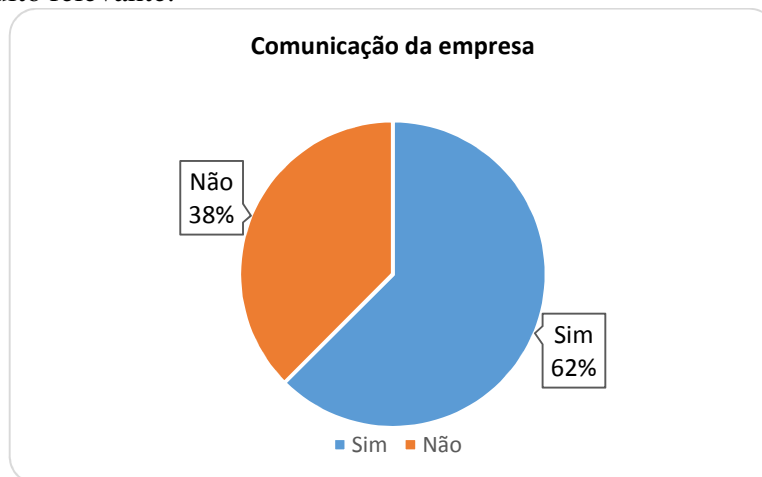


Figura 21 - Comunicação da empresa

Fonte: Entrevistas realizadas

Instalações e acessibilidades

No que diz respeito às instalações e acessibilidades, 87% afirma que as mesmas são influentes no processo de avaliação, face aos restantes 13% que não consideram relevante este causador, nomeadamente se forem tidos em conta os seguintes fatores:

- As instalações e acessibilidades poderão ser relevantes se o valor das instalações tiver diferentes metodologias de avaliação, que possam afetar a situação patrimonial atual ou futura da empresa;
- Dependendo do negócio em causa, ambas poderão ser ou não relevantes, já que, em alguns casos podem ser a “alma do negócio”. No entanto, esta premissa vai também depender da perceção do avaliador, pois o que alguns consideram a “alma do negócio” poderá ser aquilo que outros consideram a “maçã podre” da empresa, tudo depende da filosofia do avaliador;

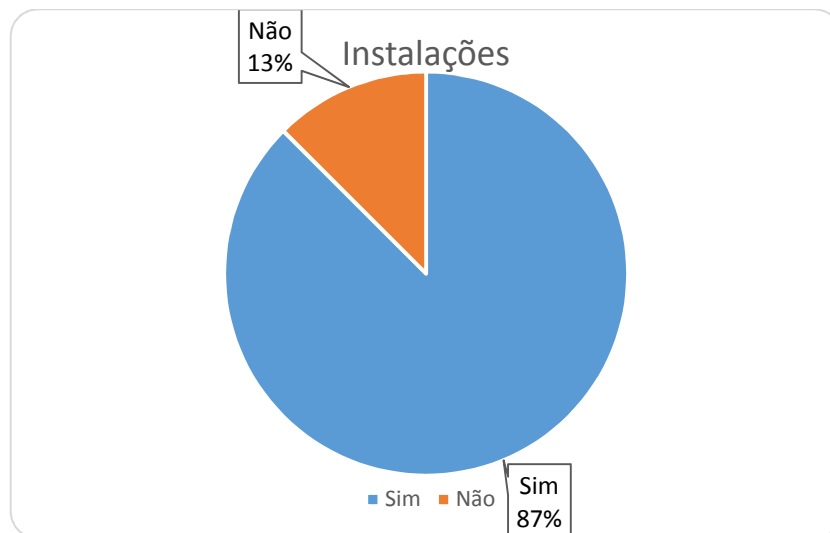


Figura 22 - Instalações e acessibilidades

Fonte: Entrevistas realizadas

Interlocutores

No que respeita ao item interlocutores, 87%, dos entrevistados foram quase unânimes em afirmar que os interlocutores influenciam as avaliações contra 13% que discorda (cf. Figura 23).

A maioria assume que o interlocutor é uma peça fundamental, dado que é ele que transmite a informação. A sua opinião sobre o desempenho da empresa e o conhecimento da mesma têm uma grande relevância, uma vez que, a forma como se transmite a informação é essencial para a perceção do avaliador.

Um interlocutor que conheça bem a empresa e que tenha uma boa visão do negócio conseguirá passar a informação de um modo motivado passando um sentimento distinto de um outro sem estas características.

Trata-se de uma questão relevante e que poderá conduzir a muitos erros no processo de avaliação, porque se o avaliador não conhecer outras pessoas na empresa, só assume o sentimento do interlocutor, sentimento esse que poderá não ser o global da empresa.

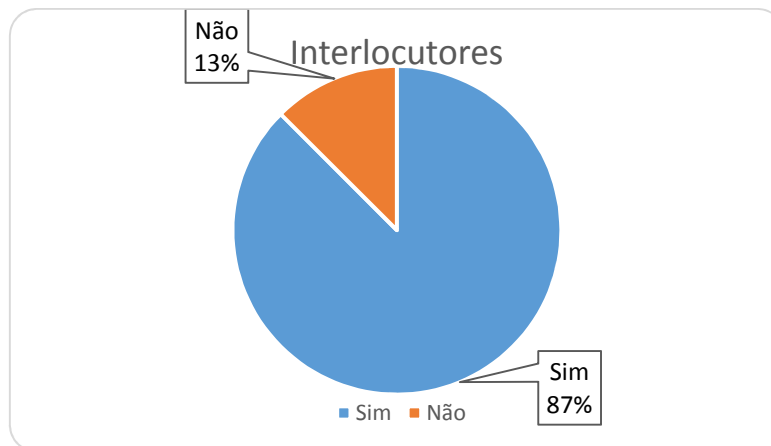


Figura 23 - Influência dos Interlocutores
Fonte: Entrevistas realizadas

Outros, discrimine.

Esta questão não mereceu qualquer resposta por parte dos entrevistados pelo que se revela sem interesse para os resultados deste estudo.

Consideração sobre as formas de manifestar o sentimento

Sabendo da importância do sentimento em todo o processo, o grupo de perguntas da questão 7, esclarece quanto aos fatores que mais influenciam esse sentimento e como se manifestam.

Influências otimistas e pessimistas

«Inputs que usamos na avaliação: no processo encontramos constantemente bifurcações pelo caminho, momento em que temos de levantar hipóteses para seguir caminho, estas hipóteses podem ser otimistas ou pessimistas». Considera que existem bifurcações nos métodos de avaliação, e que os mesmos podem ser influenciados por sentimentos otimistas ou pessimistas?».

No que se refere às hipóteses otimistas e pessimistas que ocorrem nas bifurcações do processo, há unanimidade dos entrevistados estando de acordo que as mesmas influenciam a avaliação, apesar de no global tentarem usar modelos ou técnicas que evitam estas influências, como sejam o caso dos modelos de previsão ou diagramas de decisão.

Calibragem pós-avaliação

«Calibragem pós – avaliação, em que os analistas revêm as hipóteses após avaliação, na tentativa de chegar a um valor mais próximo do que aquele que esperavam inicialmente» Esta forma de manifestar o sentimento é utilizada nas avaliações?»

Como se revela na Figura 24 seguinte, em respostas a esta pergunta 75% dos entrevistados afirma que o sentimento pode ser utilizado através do método de calibragem, sendo que os restantes 25% não confirma.

Para evitar grandes divergências, muitos avaliadores, após alcançarem o primeiro resultado para a avaliação, começam por confrontar o resultado com outros métodos alternativos, como por exemplo o de comparáveis ou múltiplos, para fazerem um cruzamento de valores.

Este fator pode ser bastante importante porque estas calibrações podem ter um impacto significativo em termos de valor final e muito frequentemente não são sustentadas com base em fatos concretos.

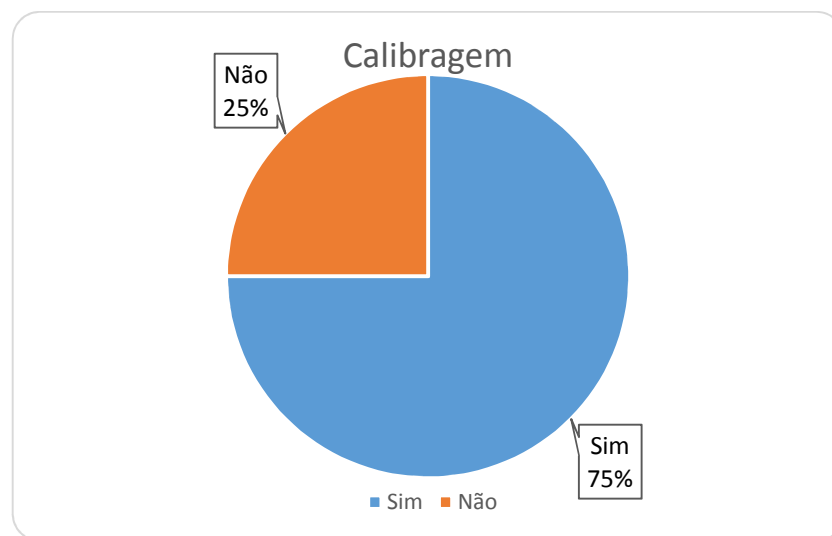


Figura 24 - Calibragem
Fonte: Entrevistas realizadas

Influência de fatores qualitativos para justificar desvios

“Deixar o valor como está mas atribuir a diferença entre valor que estimamos e aquele que achamos correto a um fator qualitativo, como sinergia ou questões estratégicas”. É usual a utilização dos fatores qualitativos, para justificar desvios? “

Neste item as respostas são unânimes, a totalidade dos entrevistados está de acordo. Independentemente do fator qualitativo, este deverá ser percebido e aceite por quem procede à avaliação. Por norma quem vende assume perspectivas otimistas e quem compra o contrário. O resultado de uma avaliação é sempre o espelho do avaliador, sendo que este deverá sustentar sempre os fatores qualitativos que assume.

Mais recentemente utiliza-se o valor da avaliação como primeira referência, somando-se depois alguns fatores estratégicos ou de sinergia. Nesses casos, todos estes fatores serão vistos como elementos qualitativos que devem ser ponderados na tomada de decisão.

Outros, discrimine.

Nesta pergunta apenas um dos entrevistados respondeu, afirmando deve ser efetuada uma comparação de avaliações de outros concorrentes nacionais ou estrangeiros, comparando valores de transações se existirem. O método mais utilizado é o dos múltiplos de EBITDA (devidamente corrigidos pela situação da empresa).

Perante as Incertezas, se considera o processo de avaliação modelável²⁰?

No que se refere à modelação no processo de avaliação, 87% dos entrevistados assume a relevância desse fator, face aos restantes 13% ver. Figura 25.

Tendo por pressuposto que o processo de avaliação DCF se baseia em criar cenários futuristas, as variáveis não são exatas, sendo fundamental dominar as variáveis utilizadas. Sempre que possível devem ser usados modelos científicos que permitam a redução das variáveis não controladas de modo a poder reduzir a subjetividade da análise.

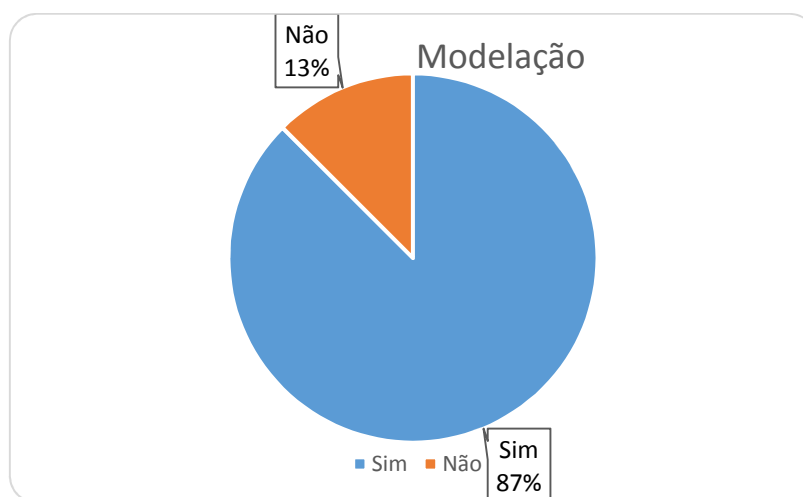


Figura 25 - Considera o processo modelável?

Fonte: Entrevistas realizadas

Podemos visualizar quais os termos mais utilizados nesta questão, bem como a frequência dos mesmos.

²⁰ Atribuímos o seguinte termo ao conceito de modelação – que se pode Reproduzir com exatidão.



Figura 26 - Nuvem de termos Considera o processo modelável?

Da nuvem de termos supra, observamos que as palavras mais utilizadas foram: “Avaliação”, “Modelável”, “Sempre”, “Modelos”, “Variáveis”. Tendo em conta a questão, a ocorrência destas palavras sugere a existência de uma relação entre as duas principais palavras, avaliação – modelável.

No seu entender quais são as Principais causas de incerteza?

As respostas a esta pergunta elucidam-nos sobre as principais causas de incerteza no processo de avaliação. Hierarquizando as respostas por ordem de importância, obtemos a seguinte escala:

- Incertezas macroeconómicas;
- Incertezas específicas da empresa;
- Incerteza na estimativa das demonstrações financeiras prospetivas.

Incertezas macroeconómicas

“Incerteza macroeconómica (mesmo que a empresa evolua como prevíamos o ambiente macroeconómico pode mudar de forma imprevisível).” Concorda com esta afirmação?”

Todos os entrevistados afirmaram que este é o fator mais relevante no atual momento económico mundial, com 100% de respostas afirmativas.

Incerteza específica da empresa

“ Incerteza específica da empresa “(O caminho que vislumbramos para a empresa pode provar-se irrecuperavelmente errado, o desempenho da empresa pode ser muito melhor ou pior do que esperamos).” Considera que as incertezas específicas da empresa podem influenciar o processo de avaliação?

Mais uma vez as respostas foram unânimes, todos os entrevistados afirmaram que as incertezas específicas da empresa influenciam significativamente o processo de avaliação.

Concluimos que fatores como a estratégia da empresa, o segmento económico do qual faz parte, os seus recursos e a sua equipa de gestão, são causadores de incertezas no processo de avaliação.

Incerteza das demonstrações financeiras prospetivas

“Incerteza na estimativa das demonstrações financeiras- perspectivas”. Estamos sempre a falar na transformação de fontes de informação para modelos pré-definidos para contextos globais. Poderão as incertezas manifestarem-se nas demonstrações financeiras prospetivas?

Através das respostas podemos concluir que todos os entrevistados afirmaram que as demonstrações financeiras prospetivas são causadoras de incertezas no processo de avaliação, nomeadamente no que se refere a empresas com menor histórico, em elevado crescimento ou em períodos de incerteza. A utilização de prémios de risco do setor devidamente ajustados pelo prémio de risco da empresa podem garantir alguma adesão dos resultados reais da empresa.

A importância do *disclaimer*

“Pensa que o *disclaimer* utilizado em todas as avaliações pelas consultoras nos termos contratuais, que falam sempre em cenários de expectativas futuras e da desresponsabilização em termos de decisões futuras que o cliente possa efetuar com a informação, permitem uma certa permeabilidade nos resultados?”

No que se refere à informação constante nos *disclaimer*, 87% dos entrevistados pensam que o mesmo permite a permeabilidade nos resultados, os restantes 13% não são da mesma opinião.

Num ponto todos concordam, o *disclaimer* deve ser claro, transmitir e clarificar a causa da avaliação. O efetuar de uma avaliação não pode ser considerado uma ciência exata, pelo que a desresponsabilização do avaliador, por não prever com exatidão o desempenho interno ou externo à empresa, é um mecanismo de defesa do mesmo face a esse risco.

Muitas vezes é um ato de proteção legalista, face às futuras decisões que possam ter como base a avaliação.

A figura da página seguinte reflete a opinião dos entrevistados.

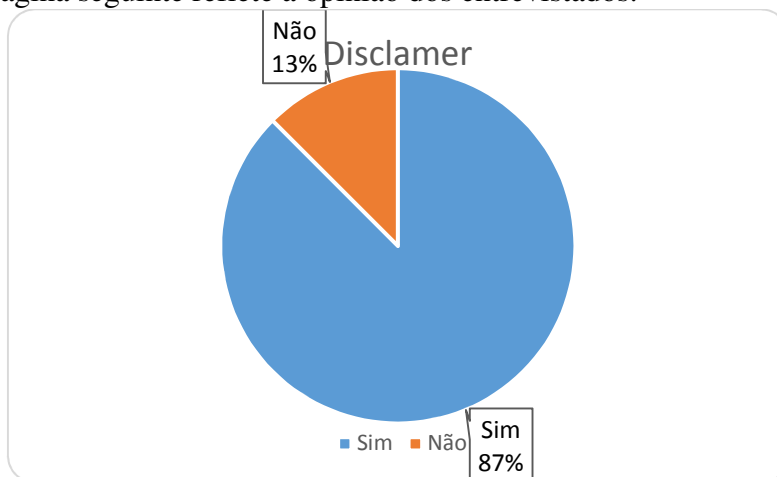


Figura 27 - Importância do disclaimer

Fonte: Entrevistas realizadas

Em destaque na Figura 40 encontram-se os termos mais utilizados nesta questão, bem como a frequência dos mesmos (Figura 28).

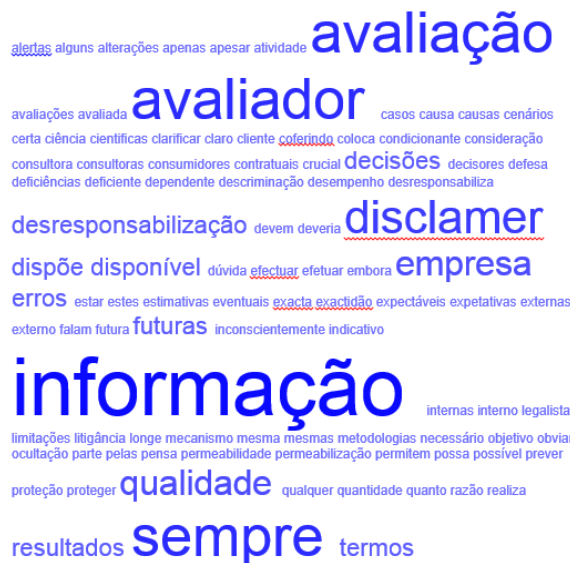


Figura 28 - Nuvem de termos sobre a importância do disclaimer

Na questão sobre a importância do disclaimer, verificamos através da nuvem de termos, que a frequência de palavras mais usadas foi: “Informação”, “Avaliação”, “Avaliador”, “Sempre”. De notar que, de todas as nuvens de termos do trabalho a palavra “Avaliação” não foi a mais usada, mas sim a palavra “Informação”. Assim poderemos considerar que a informação é a base de uma boa avaliação.

Considera que os atuais métodos de avaliação continuam a ser válidos no clima económico atual?

Nas respostas a esta última pergunta todos os entrevistados consideram que os métodos utilizados continuam atuais.

Os entrevistadores consideram que se forem usados com honestidade os métodos continuam bastante atuais e que, com as atuais incertezas económicas, cada vez mais é necessário efetuar cruzamentos de métodos para validação de valor final, bem como estar bastante atentos a temas novos que influenciam as avaliações.

Na prática a avaliação de uma empresa, resulta do valor que o comprador estiver disposto a pagar pela mesma. Por muitos estudos que se façam, por muito que se recorra às várias metodologias existentes, os valores a que se chega são sempre indicativos ou teóricos.

Podemos visualizar quais os termos mais utilizados nesta questão, bem como a frequência dos mesmos:



Figura 29 - Nuvem de termos validade dos métodos de avaliação

Na nuvem de termos da figura supra, as palavras mais frequentes das respostas à pergunta sobre a validade dos métodos de avaliação, foram “Avaliação”, “Empresa”, “Incertezas”, “Clima”, “Envolvente”, numa relação direta do clima de incertezas com as avaliações de empresas.

4 – Conclusões e perspectivas de trabalho futuro

4.1 - Síntese de resultados e confronto com as hipóteses

Perante os dados obtidos na presente investigação, nomeadamente através da replicação de uma avaliação e das entrevistas efetuadas, podemos concluir que existe imprecisão e incerteza no processo de avaliação, realidade que já tínhamos constatado pelos valores do caso de estudo.

Resumem-se no quadro infra os principais fatores que conduzem a essa imprecisão. Damos igualmente conta do momento em que ocorrem estes fatores, considerando como passado os fatores anteriores à avaliação, como presente os fatores subjacentes à recolha de dados na avaliação e, finalmente, como futuro a criação de cenários para a finalização da avaliação.

Assim, podemos identificar as seguintes causas, momentos de influência e refutação das hipóteses:

Quadro 17 – Quadro resumo dos principais fatores de influência numa avaliação

Passado		
Causas Internas		Causas Externas
> Causa da Avaliação <i>Confirma Hipótese 1</i>		> Opiniões e notícias da Empresa <i>Confirma Hipótese 5</i>
> Qualidade Dados <i>Confirma Hipótese 2</i>		

Presente		
Causas Internas		Causas Externas
> Interlocutores		> Ambiente Macroeconómico <i>Confirma Hipótese 6</i>
> Clima da empresa		
> Instalações		
> Incertezas da empresa <i>Confirma Hipótese 5</i>		

Futuro		
Causas Avaliador		Causas Externas
> Sentimento Otimista ou pessimista <i>Confirma Hipótese 5</i>		> Incertezas Macroeconómicas <i>Confirma Hipótese 6</i>
> Calibragem		
> Estimativa de Cash Flows futuros <i>Confirma Hipótese 3</i>		

Fonte: Elaborado pelo Próprio

4.2 - Verificação ou refutação das Hipóteses

Tendo por base o quadro na página superior, no confronto dos resultados com as hipóteses e partindo da nossa problemática - segundo a qual três avaliações utilizando os mesmos dados contabilísticos e financeiros, e o mesmo método de avaliação, obtêm resultados díspares, e dado estas avaliações tiveram causas diferentes - verifica-se a validação da hipótese 1, na qual se afirma que a causa / objetivo da avaliação é fator determinante no resultado da mesma. De facto, os resultados da presente investigação aportam evidências que vão no sentido de que se uma avaliação é desenvolvida para responder a uma necessidade de conhecer o valor de compra, ela pode chegar a um resultado diferente de uma outra avaliação da mesma empresa com os mesmos dados e métodos.

No que se refere à hipótese 2, que afirma que os dados contabilísticos anteriores à avaliação são causa de discrepância de resultados diferentes, a mesma não se confirma, uma vez que, os dados contabilísticos e financeiros das três avaliações são iguais e inalteráveis, publicados e conhecidos. Há mesmo que ter em consideração o facto de as duas primeiras avaliações conterem os mesmos dados e a terceira ter feito uma aproximação a dados finais de balanço e outros documentos financeiros que antes eram estimativas. Pode dizer-se que se trata dos mesmos dados ainda mais atuais uma vez que foram tidos em conta dados reais de anos para os quais as consultoras apenas fizeram estimativas.

O mesmo não poderemos afirmar quanto à hipótese 3, que as variáveis contabilísticas e financeiras estimadas na criação de cash flows que venham a ser gerados pelas empresas são razão de discrepância dos resultados das diversas avaliações. De facto verificou-se que as estimativas de geração de *cash flows* para as empresas são diferentes nas três avaliações, existindo previsões mais otimistas e outras mais pessimistas, pelo que se confirma que esta hipótese poderá influenciar o resultado da avaliação.

A hipótese 4, que afirma que o método de *Discounted Cash flows* não é um método credível perante as incertezas do mercado, também não foi validada: se, por um lado, as consultoras continuam a utilizar aquele método de avaliação e os entrevistados afirmam que o mesmo continua válido, por outro o DCF é apontado como principal motivo para resultados díspares das avaliações, devido à sua permeabilidade na estimativa de geração de *cash flows* das empresas no futuro.

Quanto à hipótese 5, que sugere que o sentimento é um fator que influencia a equipa de avaliação, a mesma é validada através das respostas dos entrevistados, considerando-se ter uma influência direta na visão otimista ou pessimista de crescimento da empresa.

As incertezas macroeconómicas bem como as incertezas internas à empresa quanto à sua evolução no futuro, também são um fator influenciador dos resultados das avaliações, segundo os entrevistados, o que valida a hipótese 6.

Como adiante se referirá nas limitações do trabalho, importa sublinhar, já neste capítulo, que independentemente da validade científica interna que se pretendeu colocar na presente investigação, medindo, simulando, observado e questionando o que as questões de investigação impunham, as validações e refutações parciais ou totais das hipóteses em estudo, carecem de um âmbito de estudo mais alargado que permita extrapolar os

resultados. É pois relevante ter presente a natureza de estudo de caso e o pequeno número de testemunhos especializados que este trabalho tratou. Este último facto deveu-se à natureza delicada da problemática e também ao facto de o nível de especialização destas atividades de consultoria e o universo dos prestadores destes serviços ser de pequena dimensão em Portugal.

4.3 - Principais Conclusões

A Principal conclusão a que chegámos é a de que existem imprecisões e incertezas no processo de avaliação de uma empresa, pois, tendo por base a mesma empresa, os mesmos dados contabilísticos, e o mesmo método de avaliação DCF, obtivemos três resultados de avaliação diferentes, rondando o desvio médio os 40% entre os valores finais atribuídos ao grupo ETIC.

Tendo as três avaliações usado o mesmo método DCF, método que consiste essencialmente na criação de cenários de resultados futuros que a empresa gera, podemos afirmar que a avaliação depende do desempenho que vai sendo desenhado pelo avaliador. Este desempenho associa-se a uma panóplia de perceções que vai adquirindo ao longo do processo de recolha de informação, bem como ao seu otimismo e/ ou pessimismo face aos fatores externos e internos da empresa.

Através da replicação do estudo das avaliações e tendo em conta valores contabilísticos mais atualizados, foi possível verificar que o processo de avaliação não é uma ciência exata, pois, na prática temos três avaliações, todas com resultados diferentes. Esta conclusão responde à questão de investigação 1, evidenciando que as diferenças são possíveis porque não estamos perante uma ciência exata.

De salientar, por exemplo, a discrepância no que se refere ao número de alunos por escola, com o Colégio Cesário Verde com taxas de desvio médio a rondar os 26%, tal como no IPA com 8%.

Em termos de previsões contabilísticas encontramos grandes discrepâncias essencialmente nas seguintes rubricas:

- Na escola ETIC, no que se refere a Fornecimento e Serviços Externos, verifica-se um desvio médio de 27, 47%, bem como em CAPEX – desvio médio de 36,87%;
- No instituto IPA as Principais rubricas foram EBITDA com desvio médio de 50% e CAPEX – desvio médio de 100%;
- Quanto ao Colégio Cesário Verde a grande diferença teve a ver com EBITDA, com um desvio médio de 93%.

Face ao resultado das entrevistas, poderemos assumir que é normal existirem estas discrepâncias quando a avaliação é suportada pelo método DCF visto que todos os entrevistados afirmam que as avaliações podem ter resultados finais diferentes, o que valida a hipótese 4 em que o modelo pode estar na base das discrepâncias.

A mesma opinião é sustentada por Randall & Schostag quando afirma que: “Utilizando o DCF diferentes analistas podem honestamente chegar a valores da empresa divergentes, mesmo quando se usa o mesmo conjunto de informações do cliente. A variação decorre dos muitos inputs, hipóteses e pelo uso de "fluxo de caixa líquido livre" (que trata diretamente dos direitos dos proprietários do Património Líquido, dos acionistas e dos financiadores como o benefício económico)” (Randall & Schostag, 2006, pp. 24-41)

É no intervalo de percentagem em que é aceitável este intervalo que as opiniões divergem, sendo que metade dos entrevistados acha que este intervalo deve rondar os 0 – 10%, e 25% considera normais diferenças até 50%.

Este facto leva-nos a crer que existem dois extremos sobre o processo de avaliação. De um lado há os que acreditam que a avaliação quando bem efetuada é como uma ciência exata com pouca hipótese de margem de diferenciação. Efetivamente metade dos entrevistados acham que o valor da avaliação deve rondar os 0-10%, isto é, consideram que o processo tem pouca margem para a opinião dos analistas ou para o erro humano.

No outro extremo, temos os que consideram o processo de avaliação como uma espécie de “arte”, no qual os analistas perspicazes podem manipular os números de modo a gerar o resultado que consideram justo face ao seu sentimento, o que foi defendido pelos 25% dos entrevistados, que consideraram que as diferenças de avaliação podiam ser superiores a 50%.

De salientar que, apesar do consenso da normalidade de diferenciação de resultados nas avaliações por diferentes avaliadores, podem existir fatores bem identificados, como a causa que leva a uma avaliação com 75% dos entrevistados a afirmar que o motivo da causa é um elemento bastante significativo no resultado. Este resultado valida em grande parte a hipótese 1 de que a causa / objetivo da avaliação pode influenciar o resultado.

De notar que é reconhecida pelos entrevistados a existência de erros nas avaliações efetuadas no mercado, tais como:

- Cálculo da dívida líquida;
- O menosprezar as necessidades de investimento em CAPEX e Working Capital, e
- Cálculo do valor residual.

No que diz respeito aos fatores que influenciam a avaliação, os entrevistados afirmam que o papel dos interlocutores é causa direta na avaliação com uma percentagem de 87%, Podendo direta ou indiretamente ser fator de influência no resultado da avaliação.

Setenta e cinco por cento (75%) dos entrevistados assume igualmente que o clima da empresa também é um dos fatores determinantes, sendo que numa empresa onde o clima emocional é elevado existe uma influência direta nos seus resultados.

Quanto às instalações e acessibilidades, este fator apresenta-se como determinante para 87% dos entrevistados, sendo que esta influência está sempre dependente do negócio da empresa.

As notícias e opiniões das empresas também são um fator influenciador com 87% dos entrevistados a assumirem essa influência.

Em termos de incertezas que afetam a avaliação, a incerteza específica de uma empresa é um fator fulcral na avaliação. Todos os entrevistados estão de acordo ao afirmar que a estratégia de uma empresa, a qualidade dos seus recursos, o segmento económico de que faz parte e a equipa de gestão são fatores que levam a que a incerteza do futuro da empresa, seja um fator de elevada importância na avaliação da mesma.

Sendo a essência do método DCF a criação de cenários futuros, existem uma série de fatores que dependem do entendimento do avaliador, fatores esses que quando extrapolados no período temporal podem levar a resultados bastante diferenciados. Estas evidências encontradas nas respostas validam com grande significância a hipótese 6 no que se respeito às incertezas associadas à empresa avaliada, tanto internas como externas.

O sentimento é o fator que todos os entrevistados são unânimes em indicar como principal fator de influência na avaliação, uma vez que todos eles afirmam que influencia o resultado, que o método de avaliação é composto por várias bifurcações e que o sentimento otimista ou pessimista em cada decisão tem consequência direta no resultado, esta evidência verifica a hipótese 5.

Os fatores macroeconómicos em que vivemos atualmente também são considerados pertinentes com resposta unânime entre entrevistados. Todos eles consideram que têm uma influência direta no resultado final. Uma economia mundial sustentada num clima de incertezas, influencia diretamente as avaliações das empresas, fato que valida a hipótese 6.

Ainda a influência do ambiente interno e externo em que a empresa esta envolvida, as regras do mercado, as taxas de remuneração do capital e as taxas de crescimento estão na base de influência para 75% dos entrevistados. Perante as dificuldades inerentes a estes processos, o método de avaliação DCF é modelável; 87% dos entrevistados assume esse facto.

Embora existam todas estas incertezas, dificuldades e discrepâncias, relevante é o facto de todos os entrevistados considerarem que os métodos de avaliação continuam a ser válidos e que fatores como ética e honestidade estão na base da execução de uma boa avaliação. No entanto, cada vez mais, perante as atuais incertezas, devem efetuar-se cruzamentos de modelos de avaliação de modo a validar o valor da empresa e estar-se atento a novos fatores que influenciem as avaliações, sendo esta uma recomendação feita pelos entrevistados.

Estes resultados estão em linha com a teoria sobre DCF e outros modelos. O modelo DCF pode ser uma ferramenta útil na análise mas nunca deve ser o único método usado. É muitas vezes uma boa maneira de visualizar um quadro mais amplo, de descobrir potenciais riscos de deterioração, de identificar oportunidades potenciais e de tomar decisões de investimento inteligentes, mas deve ser utilizada em conjunto com outros métodos (Morris, 2008, pp. 31-35)

As opiniões dos inquiridos mostram ainda que de modo a que todo o processo de avaliação seja transparente e ético, o *disclamer* deverá ser claro e as causas e fatores predominantes devem ser divulgados a todos os que procedam a uma análise de uma avaliação, para que assim possamos estar perante uma sociedade justa e honesta.

4.4 - Limitações e trabalhos futuros

A maior limitação sentida na execução deste trabalho diz respeito à amostra de pessoas a entrevistar. Embora se tivessem formulado mais convites, muitas das pessoas ligadas ao mundo académico e os profissionais do nosso mercado frequentemente demonstraram indisponibilidade.

A falta de bibliografia publicada em Portugal foi também uma limitação, sendo, efetivamente, muito reduzida e uma parte desatualizada.

Não existem também muitas publicações académicas sobre o tema, existindo algumas sobre o método mas para setores específicos, nomeadamente do ramo do imobiliário e turístico, e não gerais.

Em termos de trabalho futuro o estudo de métodos de avaliação, o aferir de cada causa de influência no resultado, bem como da influência das incertezas no processo de avaliação. Estes podem ser temas de objeto de estudo posterior, e porventura situando os “nós” de responsabilidade pelos erros e/ou discrepância, procurar criar ferramentas, ou modelos específicos para ultrapassar estes “nós”.

A determinação das fontes de valor da empresa é uma preocupação das finanças empresariais que está longe de estar estudada. Esperamos com este trabalho ter contribuído para clarificar algumas questões, bem como ter deixado algumas pistas para prossecução de estudos.

Referências Bibliográficas

- Bogdan, R. &. (1994). *Investigação Qualitativa em Educação: uma introdução à Teoria e aos Métodos*. Porto: Porto Editora.
- Copeland, T. a. (2001). *Real Options: A Practitioner's Guide*. Chicago: Dryden Press.
- Coutinho, C. P., & Chaves, J. H. (2002). *O estudo de caso na investigação em Portugal*. *Revista Portuguesa de educação*, 221-243.
- Damodaran, A. (2007). *Avaliação de Empresas*. São Paulo: Pearson, Prentice Hall.
- Damodaran, A. (2010). *Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Delloite. (2009). Avaliação grupo etic.
- Ferreira, L. F. (2008). *Modelos de avaliação de Empresas e Utilidade da informação contabilística*. Lisboa: Universidade Luisiada Editora.
- Lawrence, E. (2009). *Biases in Mid-Year and End-of-Year*. *Journal of Legal Economics*, 1-15.
- Lui, R., & Chan, B. (2011). *Discounted cash flow: a more accurate tool*. Beter investing.
- Magalhães, C. N. (2005). *Análise económico - financeira de empresas*. Lisboa: Universidade Católica Editorial.
- MATERLANC, R. P. (2009). *Avaliação de Empresas: Um Guia para Fusões & Aquisições e Private Equity*. São Paulo: Pearson.
- Michelson, S., & Weaver, W. (2010). *Quantifying risk*. New York: Valuation Strategies.
- Morris, V. B. (2008). *Cash (flow) Might be King*. New York: beginners.
- Neves, J. C. (2002). *Avaliação de empresas e Negócios*. Portugal: McGraw-Hill.
- Patton, M. (1990). *Qualitative evaluation and research*. Newbury Park, CA.
- Randall, & Schostag. (2006). *Discounted Cash Flow Method: using new modeling*. *Academy of management Journal*, 24-41.
- Rodrigues, J. (2011). *Sistema de normalização contabilística explicado*. Lisboa: Porto Editora.
- Roy, M., Passin, & Rodrigo, P. (2009). *Um Guia para Fusões & Aquisições e Private Equity*. Sao Paulo: Pearson.
- Santos, J. L., Schmidt, P., & Fernandes, L. A. (2006). *Avaliação de empresas : foco nos modelos a valores de entrada e de saídas*. São Paulo.
- Santos, Schimdt, & Fernandes. (2006). *Avaliação de empresas : foco nos modelos a valores de entrada e de saídas*. São Paulo: Atlas.
- Smith, A. (1981). *Ensaio sobre a natureza e as causas da riqueza das nações*, tradução portuguesa. lisboa: Fundação Caloute Gulbenkian.
- Yin, R. K. (2010). *Estudo de caso - Planeamento e Métodos (4ª edição)*. Porto Alegre: bookman.

Páginas da Internet com informação relevante

www.bloomberg.com

www.kpmg.pt

www.kpmg.com

www.deloitte.pt

www.deloitte.com

www.pwc.com

www.accenture.com

www.finance.yahoo.com/

Técnicos, A. d. (10 de Maio de 2011). *associacaodeinvestidores.com*. Obtido de <http://www.associacaodeinvestidores.com/index.php/free/online/146-discounted-cash-flow-online>

Reina, G. (2013). *xtraining*. Obtido de [xtraining.com.br](http://www.xtraining.com.br/index.php?page=article&id=12): <http://www.xtraining.com.br/index.php?page=article&id=12>

APÊNDICE A – Avaliação do Grupo ETIC

1-Turmas Reais 2010 Cesário Verde

	2010-2011	
	Nºalunos	Nºturmas
Creche		
Berçário	11	1
1Ano	14	1
2Anos	26	2
Pré-escolar		
3Anos	21	1
4Anos	24	1
5Anos	16	1
1ºciclo		
1ºano	18	1
2ºano	23	1
3ºano	22	1
4ºano	26	2
2ºciclo		
5ºano	27	1
6ºano	27	1
3ºciclo		
7ºano	21	1
8ºano	13	1
9ºano	23	1
	312	17

Nºalunos	Nºturmas
----------	----------

Infantário e Creche

51 4

Pré-Escolar

61 3

1ºCiclo

89 5

2ºCiclo

54 2

3ºCiclo

57 3

2 - Turmas Reais 2010 ETIC

Turma	Matriculados
Animação1/10	14
Apresentador1/10	16
Apresentador2/10	15
Apresentador3/10	12
BrandEnter/10	1
CursoFotografia/10	14
DesignComunicação/10	8
DesignGráfico1/10	14
DesignGráfico2/10	16
Eventos2/10	9
Eventos1/10	14
FotografiadeModa/10	10
FotografiaProfissional1/10	14
FotografiaProfissional2/10	7
Ilustração/10	14
Jornalismo1/10	16
Jornalismo2/10	16
MKT1/10	9
Motion/10	5
MusicaElectronica/10	16
CAMARA1/10	13
Camara2/10	11
PPV1/10	16
PPV3/10	10
Produção1/10	9
ProduçãoodeModa/10	14
ProduçãoodeModa2/10	9
ProduçãoCriaçãoMusical2/10	11
ProduçãoCriaçãoMusical/10	15
Rádio2/10	2
Realização2-1/10	10
Realização1/10	12
Realização2/10	7
ReporterImagem/10	7
StylingeMakeup1/10	1

Som3/10	1
Som1/10	15
Som2-1/10	15
TecnicoCodeAudiovisuais3/10	1
TecnicoCodeAudiovisuais/10	10
Web1/10	13
Web2/10	7
WebDev2/10	6
Total	455

	Alunos	Turmas	Alunos/Turma
ETIC	455	43	10,6

3 – Turmas Reais 2010 IPA

	Alunos	Turmas	Alunos/Turma
2009/2010	279	13	21,5
2010/2011	230	12	19,2

#Candidatos Novos
120
91

4 – Turmas Reais 2010 EPI

	Alunos	Turmas	Alunos/Turma
1ºAno	184	7	26,3
2ºAno	170	8	21,3
3ºAno	160	8	20,0
	514	23	22,3

5 – Turmas Reais 2011 Cesário Verde

ok

	2011-2012	
	Nºalunos	Nºturmas
Creche		
Berçário	14	1
1 ano	15	1
2anos	18	1
Pré-escolar		
3anos	25	1
4anos	19	1
5anos	23	1
1ºciclo		
1ºano	20	1
2ºano	18	1
3ºano	21	1
4ºano	21	1
2ºciclo		
5ºano	21	1
6ºano	26	1
3ºciclo		
7ºano	22	1
8ºano	16	1
9ºano	10	1
	289	15

Nºalunos	Nºturmas	# Alunos/ Turma
Infantário Creche 47	3	15,66666667
Pré- Escolar 67	3	22,33333333
1ºCiclo 80	4	20
2ºCiclo 47	2	23,5
3ºCiclo 48	3	16

6 – Turmas Reais 2011 ETIC

Turma	Matriculados
Animação1/10	14
Apresentador1/10	16
Apresentador2/10	15
Apresentador3/10	12
BrandEnter/10	1
CursoFotografia/10	14
DesignComunicação/10	8
DesignGráfico1/10	14
DesignGráfico2/10	16
Eventos2/10	9
Eventos1/10	14
FotografiadeModa/10	10
FotografiaProfissional1/10	14
FotografiaProfissional2/10	7
Ilustração/10	14
Jornalismo1/10	16
Jornalismo2/10	16
MKT1/10	9
Motion/10	5
MusicaElectronica/10	16
CAMARA1/10	13
Camara2/10	11
PPV1/10	16
PPV3/10	10
Produção1/10	9
ProduçãoodeModa/10	14
ProduçãoodeModa2/10	9
ProduçãoCriaçãoMusical2/10	11
ProduçãoCriaçãoMusical/10	15
Rádio2/10	2
Realização2-1/10	10
Realização1/10	12
Realização2/10	7

ReporterImagem/10	7
StylingeMakeup1/10	1
Som3/10	1
Som1/10	15
Som2-1/10	15
TecnicodeAudiovisuais3/10	1
TecnicodeAudiovisuais/10	10
Web1/10	13
Web2/10	7
WebDev2/10	6
Total	455

ok

	Alunos	Turmas	Alunos/Turma
ETIC	421	43	9,8

7 – Turmas Reais 2011 IPA

	Alunos	Turmas	Alunos/Turma
2011/2012	240	15	16,0
2011/2012	240	15	16,0

#Candidatos Novos
64
64

Números atualizados: 240, dos quais 30 de pós graduações (13 turmas)

8-Turmas Reais 2011 EPI

ok

	Alunos	Turmas	Alunos/Turma
1º Ano	171	8	21,4
2º Ano	147	7	21,0
3º Ano	163	8	20,4
	481	23	20,9

9 – Avaliação ETIC

Resumo Operacional	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	VT
EPI							
#dealunos(anolectivo)	406	514	481	481	481	481	
#dealunos(média)	402	442	503	481	481	481	
#deturmas	25	23	23	23	23	23	
alunosporturma	16,6	22,3	20,9	20,9	20,9	20,9	
Receitamédiaporluno(inc.subsidio)	6753	5998	5383	5598	5613	5680	
Subsídiodiédioporluno	5654	4925	4332	4533	4537	4591	
ETIC							
#dealunos(anolectivo)	505	455	535	535	535	535	
#dealunos(média)	505	488	482	535	535	535	
#deturmas	48	43	51	51	51	51	
alunosporturma	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	
Receitamédiaporluno(inc.subsidio)	3347	3046	3114	3121	3152	3190	
Subsídiodiédioporluno	0	0	0	0	0	0	
Agregado							
Custosoperativosporaluno	-4408	-4104	-3694	-3650	-3665	-3709	
dosquais:							
...Rendamediaporluno	-514	-457	-436	-428	-418	-423	
...Vencimentosporaluno	-2486	-2498	-2367	-2330	-2349	-2377	
...(#decolaboradores)	65	70	70	70	70	70	
EBITDAporaluno	519,9	427,3	657,7	725,6	734,7	743,5	
ResultadoLiquidoporluno	20,3	24,4	226,2	314,5	363,5	398,7	

Dados Operacionais	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	V T
Ensino Profissional (EPI)	442028	474351	528458	512213	517335	523543	
Taxa de Crescimento		7,3%	11,4%	-3,1%	1,0%	1,2%	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	10%	11%	13%	12%	12%	12%	
Receita média por aluno (inc. subsídio)	6753,4	5998,2	5382,5	5598,2	5612,6	5679,9	

# de turmas	25	23	23	23	23	23	
Alunos por Turma	16,6	22,3	20,9	20,9	20,9	20,9	
Novas-Extinções	0	-2	0	0	0	0	
# médio de alunos	402	442	503	481	481	481	
Alunos (ano letivo)	406	514	481	481	481	481	
Entradas-Saídas	9	108	-33	0	0	0	
Taxa de crescimento dos alunos	2,4%	10,0%	13,8%	-4,4%	0,0%	0,0%	
GAR/GADE	370000	386475	439812	424361	428605	433748	
Receita média por aluno	920	874	874	882	891	902	
Taxa de crescimento	2,4%	-5,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%	
Matrículas	41000	51906	48574	49011	49501	50095	
Receita média por aluno	101	101	101	102	103	104	
Taxa de crescimento	6,3%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%	
Outros	31028	35969	40072	38840	39229	39700	
% GAR/GADE + Matrículas	7,5%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	
Taxa de crescimento	-17,0%	15,9%	11,4%	-3,1%	1,0%	1,2%	

	227285	217684	217894	218053	218232	220850	
Subsídios à Exploração	3	9	5	7	0	8	
Taxa de Crescimento		-4,2%	0,1%	0,1%	0,1%	1,2%	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	52%	53%	52%	50%	50%	50%	

Ensino Profissional (DREL)	185339	200214	200214	200214	200214	202617	
Subsídio por turma	0	9	9	9	9	5	
Taxa de crescimento	74136	87050	87050	87050	87050	88095	
	5,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	
Polis (CRRLVT)	236546	0	0	0	0	0	
Taxa de crescimento		1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	
POPH	182917	174700	176796	178388	180171	182334	
Taxa de crescimento		-4,5%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	

Ensino Técnico e Especializações (ETIC)	1690000	1487336	1499914	1669664	1686361	1706597
--	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Taxa de Crescimento		-12,0%	0,8%	11,3%	1,0%	1,2%
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	38%	36%	36%	38%	38%	38%
Receita média por aluno	3346,5	3045,7	3114,0	3120,9	3152,1	3189,9

# de turmas	48	43	51	51	51	51
Alunos por Turma	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6
Novas-Extinções	0	-5	0	0	0	0
# médio de alunos	505	488	482	535	535	535
Alunos (ano lectivo)	505	455	535	535	535	535
Entradas-Saídas	-36	-50	80	0	0	0
Taxa de crescimento dos alunos	2,4%	-3,3%	-1,4%	11,1%	0,0%	0,0%
Propinas	1587000	1401096	1398552	1567390	1583064	1602061
Receita média por aluno	3143	2869	2904	2930	2959	2995
Taxa de crescimento	2,4%	-8,7%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Matrículas e Outros	87000	79170	94207	95055	96005	97158
Receita média por aluno	172	174	176	178	179	182
Taxa de crescimento	-12,4%	1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Outros Cursos - CEF's e EFA's	9000	0	0	0	0	0
		-				
		100,0				
Taxa de crescimento		%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Workshops	7000	7070	7155	7219	7291	7379
Taxa de crescimento		1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%

Total de Prestação de Serviços	2132028	1961687	2028373	2181877	2203695	2230140
---------------------------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Taxa de Crescimento		-8,0%	3,4%	7,6%	1,0%	1,2%
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	48%	47%	48%	50%	50%	50%

Prestação Serv. + Subs. Exploração	4404881	4138536	4207318	4362413	4386016	4438648
---	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Taxa de Crescimento		-6,0%	1,7%	3,7%	0,5%	1,2%
---------------------	--	-------	------	------	------	------

FSE	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	VT
Fornecimentos e Serviços Externos	-2258663	-2262666	-2100277	-2168266	-2168501	-2194523	
Taxa de Crescimento		0,2%	-7,2%	3,2%	0,0%	1,2%	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração		54,7%	49,9%	49,7%	49,4%	49,4%	
Subcontratos	-10275	-778550	-791489	-820666	-825106	-835007	
% Prest. Serviços (D)	-0,5%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	
Taxa de crescimento		7477,1%	1,7%	3,7%	0,5%	1,2%	
Renda e Aluguéis	-466448	-425326	-429579	-434734	-424735	-429832	
Taxa de crescimento (D)		-8,8%	1,0%	1,2%	-2,3%	1,2%	
Honorários	-772539	-90215	-93282	-100341	-101345	-102561	
% Prest. Serviços (D)	-36,2%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	
Taxa de crescimento		-88,3%	3,4%	7,6%	1,0%	1,2%	
Publicidade e Propaganda	-74585	-258041	-71240	-73866	-74266	-75157	
Publicidade e Propaganda Anual	-74585	-105475	-71240	-73866	-74266	-75157	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração (D)	-1,7%	-2,5%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	
Taxa de crescimento		41,4%	-32,5%	3,7%	0,5%	1,2%	
Reconhecimento - custos dif.		-152566					
Trabalhos Especializados	-360457	-278208	-282832	-293258	-294844	-298382	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração (D)	-8,2%	-6,7%	-6,7%	-6,7%	-6,7%	-6,7%	
Taxa de crescimento		-22,8%	1,7%	3,7%	0,5%	1,2%	
Deslocações e Estadas	-92580	-97305	-98922	-102569	-103124	-104361	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração (D)	-2,1%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	
Consumíveis	-51076	-64224	-65291	-67698	-68065	-68881	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração (D)	-1,2%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	
Comunicação	-68266	-36591	-37030	-37363	-37737	-38190	
Taxa de crescimento (D)			1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	
Limpeza, Vigilância e segur.	-53619	-47581	-48152	-48585	-49071	-49660	
Taxa de crescimento (D)			1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	
Ferrament. Mat. Escr. Seguros	-59989	-34045	-34611	-35887	-36081	-36514	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração (D)	-1,4%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	
Conservação e Reparação	-77695	-31728	-32255	-33444	-33625	-34029	

%Prest.Serviços+Subs.Exploração(D)	-1,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%
Contabilidade Externa	0	0	0	0	0	0
Taxa de crescimento(D)	1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	1,2%
Outro custo	-171134	-120853	-115594	-119855	-120503	-121949
%Prest.Serviços+Subs.Exploração(D)	-3,9%	-2,7%	-2,7%	-2,7%	-2,7%	-2,7%

R		2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	V
H								T

	-	-	-	-	-	-
Custos com Pessoal	1472113	1455360	1445797	1445797	1460255	1477778
Taxa de Crescimento		-1,1%	-0,7%	0,0%	1,0%	1,2%
%Prest.Serviços+Subs.Exploração		35,2%	34,4%	33,1%	33,3%	33,3%

	-	-	-	-	-	-
Remunerações	1109087	1172000	1172000	1172000	1183720	1197925
%Prest.Serviços+Subs.Exploração(D)	25,2%	28,3%	27,9%	26,9%	27,0%	27,0%
Taxa de crescimento		5,7%	0,0%	0,0%	1,0%	1,2%
Remuneração média	-17063	-16743	-16743	-16743	-16910	-17113
Taxa de crescimento		-1,9%	0,0%	0,0%	1,0%	1,2%
Inflação		1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Taxa de crescimento real		-2,9%	-1,2%	-0,9%		
#Colaboradores	65	70	70	70	70	70
Entradas-Saídas	5	5	0	0	0	0
#turmas	73	66	74	74	74	74
	-	-	-	-	-	-
Encargos sobre remunerações	243888	257723	257723	257723	260300	263423
%Remunerações	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Variação						
	-	-	-	-	-	-
Indemnizações	103926	-9563	0	0	0	0
	9%	1%				
	-	-	-	-	-	-
Outras despesas com pessoal	-15212	-16075	-16075	-16075	-16236	-16430
%Remunerações	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Variação						

Outros Proveitos e Custos Operacionais	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	V T
--	------	------	------	------	-------	-------	--------

Outros Proveitos Operacionais	64879	76752	77385	82956	83785	84791	
Taxa de Crescimento		18,3%	0,8%	7,2%	1,0%	1,2%	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	1,5%	1,9%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	

Subsídio POSI	21773	0	0	0	0	0	
Taxa de crescimento		1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	
Leonardo da Vinci	20561	9209	9319	9403	9497	9611	
Taxa de crescimento		55,2%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	
Penalidades Financeiras (alunos)	20145	47797	48083	53390	53924	54571	
% Total de Matrículas + Propinas	1,2%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	
Proveitos Suplementares e Outros	2400	19746	19983	20163	20364	20609	
Taxa de crescimento			1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	

Outros Custos Operacionais	- 267445	- 99708	- 91009	- 94062	- 94609	- 95744	
Taxa de Crescimento		62,7%	-8,7%	3,4%	0,6%	1,2%	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	6,1%	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	

Impostos	-63132	- 59315	- 60300	- 62523	- 62862	- 63616	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração (D)	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	
Quotizações	-8317	-8222	-8168	-8168	-8250	-8349	
% Remunerações	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	
Ajustamentos	-59580	-5000	5083	5270	5299	5363	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração (D)	1,4%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	
Serviços Bancários	-28920	- 27171	- 27623	- 28641	- 28796	- 29142	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração (D)	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	
Loucarte	- 107496	0	0	0	0	0	
% Crescimento		1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	

CAPEX	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	V T
-------	------	------	-------	-------	-------	-------	--------

Imobilizado Corpóreo Bruto (existente)	3974189	3992516	3992516	3992516	3992516	3992516	
Capex	47604	18327					
Amortizações Acumuladas Iniciais	-3067187	-3302104	-3432247	-3562390	-3692534	-3798975	
Amortizações do Exercício	-347221	-130143	-130143	-130143	-106441	-96687	
Taxa de Amortização	8,7%	3,3%	3,3%	3,3%	2,7%	2,4%	
Regularizações de Amortizações	112304						
Amortizações Acumuladas Finais	-3302104	-3432247	-3562390	-3692534	-3798975	-3895662	
Imobilizado Corpóreo Líquido (exist.)	672085	560269	430126	299982	193541	96854	

Imobilizado em curso	18327						
Invest. em Imob. Corp. (Novo)	0	0	0	0	0	0	
Taxa de crescimento			1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	
Amortização	16,7%						
2010		0	0	0	0	0	
2011			0	0	0	0	
2012				0	0	0	
2013					0	0	
2014						0	
Amortização Anual		0	0	0	0	0	
Imobilizado Corpóreo Bruto (novo)		0	0	0	0	0	
Amortizações Acumuladas		0	0	0	0	0	
Imobilizado Corpóreo Líquido (novo)		0	0	0	0	0	

Imobilizado Corpóreo Líquido (total)	690412	560269	430126	299982	193541	96854	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	15,7%	13,5%	10,2%	6,9%	4,4%	2,2%	
Amortização anual	347221	130143	130143	130143	106441	-96687	
Capex Total	178235	0	0	0	0	0	

DEMONSTRAÇÃO RESULTADOS	2009	2010	2011	2012	2013 E	2014E	VT
Prestação de Serviços	2132028	1961687	2028373	2181877	2203695	2230140	
Subsídios à Exploração	2272	2176	2178	2180	2182		
Fornecimento de Serviços Externos	853	849	945	537	320	2208508	
	-	-	-	-	-		
Custos com Pessoal	2258	2262	2100	2168	2168		
	663	666	277	266	501	-2194523	
	-	-	-	-	-		
Outros Projeitos Operacionais	1472	1455	1445	1445	1460		
	113	360	797	797	255	-1477778	
	6487	7675	7738	8295	8378		
Outros Custos Operacionais	9	2	5	6	5	84791	
	-	-	-	-	-		
	2674	9970	9100	9406	9460		
	45	8	9	2	9	-95744	
EBITDA	471539	397554	647620	737243	746436	755393	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração	10,7%		15,4%	16,9%	17,0%		
		9,6%				17,0%	
Amortizações	-	-	-	-	-		
	3472	1301	1301	1301	1064		
	21	43	43	43	41	-96687	
EBIT	124318	267410	517477	607100	639995	658706	
% Prest. Serviços + Subs. Exploração			12,3%	13,9%	14,6%		
	2,8%	6,5%				14,8%	
Resultados Financeiros	-	-	-	-	-		
	159800	183057	208615	166417	131364	-101345	
Resultados Extraordinários		-					
	65332	47211					
EBT	29850	37142	308862	440683	508630	557361	
IRC	-	-	-	-	-		
	11410	14444	86171	121176	139344	-152282	
Resultado Líquido	18440	22698	222690	319507	369286	405079	

FUNDO DE MANEIO	2009	2010	2011	2012	2013 E	2014E	VT
Fundo de Maneio Activo	424786	208027	211348	217706	219230	221861	
Taxa de Crescimento		-					
		51,0%	1,6%	3,0%	0,7%	1,2%	

%Prest.Serviços+Subs.Exploração

9,6% 5,0% 5,0% 5,0% 5,0% 5,0%

Cientes	9946	9151	9462	1017	1028	10404
%Prest.Serviços(D)	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
AdiantamentosaFornecedore s	24204	0	0	0	0	0
%Prest.Serviços+Subs.Exploração(D)	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EstadoeOutrosEntesPúblicos	675	0	0	0	0	0
%Prest.Serviços+Subs.Exploração(D)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
OutrosDevedores(exceptogrupo)	79860	75031	76278	79090	79518	80472
%Prest.Serviços+Subs.Exploração(D)	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Outrascontasareceber	60000	60997	63246	63588	64351	
%Prest.Serviços+Subs.Exploração(D)	0,0%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
AcréscimodeProveitos(subsídios)	93691	0	0	0	0	0
%Subsídiosàexploração	4,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CustosDiferidos	216410	63844	64610	65192	65844	66634
Rendas	7044	7044	7129	7193	7265	7352
Taxadecrescimento(D)			1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Rendas(grupo)	56800	56800	57482	57999	58579	59282
Taxadecrescimento(D)			1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
OutrosCustosDiferidos	152566					

FundodeManeioPassivo	1081134	676273	672459	679516	682502	687793
		-				
		37,4	-			
TaxadeCrescimento		%	0,6%	1,0%	0,4%	0,8%
%Prest.Serviços+Subs.Exploração	24,5%	16,3%	16,0%	15,6%	15,6%	15,5%

Fornecedores	3649 54	8484 7	8110 5	8381 4	8431 4	85326
%FSE(exc.Honor.ER endas)	39,8 %	11,8 %	11,8 %	11,8 %	11,8 %	11,8%
EstadoeOutrosEntesPúblicos	5968 2	7996 2	8129 1	8428 8	8474 4	85761
%Prest.Serviços+Sub s.Exploração(D)	1,4% %	1,9% %	1,9% %	1,9% %	1,9% %	1,9%
OutrosCredores	2394 47	2350 6	2181 9	2252 5	2252 8	22798
%FSE(exc.Honor.ER endas)	10,6 %	1,0% %	1,0% %	1,0% %	1,0% %	1,0%
SaldoEmp.Grupo	3010 00	3010 00	3010 00	3010 00	3010 00	301000
AcréscimodeCustos	3848 04	4517 42	4520 28	4526 73	4547 00	457258
RemuneraçõesaLiqui dar	1049 96	1929 34	1929 34	1929 34	1948 63	197202
%Remunerações+Enc argos	7,8% %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5%
Outros	3820 8	1720 8	1749 4	1813 9	1823 7	18456
%Prest.Serviços+Sub s.Exploração(D)	0,9% %	0,4% %	0,4% %	0,4% %	0,4% %	0,4%
CedênciadeInstalaçõe s	2416 00	2416 00	2416 00	2416 00	2416 00	241600
Taxadecrescimento(D)		0,0% %	0,0% %	0,0% %	0,0% %	0,0%
ProveitosDiferidos	3224 7	3621 6	3621 6	3621 6	3621 6	36651
Subsídios	3224 7	3621 6	3621 6	3621 6	3621 6	36651
%SubsídioDREL	1,7% %	1,8% %	1,8% %	1,8% %	1,8% %	1,8%
FundodeManeio	- 6563 48	- 4682 47	- 4611 11	- 4618 10	- 4632 72	-465932
%Prest.Serviços+Sub s.Exploração(D)	14,9 %	14,9 %	14,9 %	14,9 %	14,9 %	14,9%
InvestimentoemFundodeMa neio	4218 385	- 1881 01	- 7136	699	1462	2660

BALANÇO	2009	2010	2011	2012	2013 E	2014E	VT
---------	------	------	------	------	-----------	-------	----

Activo

Imobilizado							
Imobilizações Incorpóreas	0	0	0	0	0	0	
Imobilizações Corpóreas	6904	5602	4301	2999	1935		
Investimentos Financeiros	12	69	26	82	41	96	854
	4236						
	93	0	0	0	0	0	
				1017	1028		
Clientes	9946	9151	9462	9	0		10404
Adiantamentos a Fornecedores	2420						
	4	0	0	0	0	0	
Estado e Outros Entes Públicos	675	0	0	0	0	0	
	4346	5462	4846	4350	4350		
Outros Devedores	624	007	567	077	547	435	1552
Títulos Negociáveis	936	936	936	936	936	936	
Caixa e Equivalentes (negativo = emprestimo)		1695	1307	7754	5426		
	5341	71	09	8	8		57689
		6000	6099	6324	6358		
Outras contas a receber	0	0	7	6	8		64351
	9369						
Acréscimo de Proventos	1	0	0	0	0	0	
	2164	6384	6461	6519	6584		
Custos Diferidos	10	4	0	2	4		66634
Ajustamento							559
	5811	6325	5543	4867	4739		
TOTAL DE ACTIVO	932	778	407	160	004	4648	979

Capital Próprio

Capital Social	2060	1200	1200	1200	1200		
	04	000	000	000	000	1200	0000
	7277						
Reservas	38	0	0	0	0	0	
			2269	2453	5648		
Resultados Transitados	0	0	8	89	96	934	182
Resultado Líquido do Exercício	1844	2269	2226	3195	3692		
	0	8	90	07	86	405	079
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO	9521	1222	1445	1764	2134		
	82	698	389	896	182	2539	261

Passivo

Dívidas a Instituições de Crédito	3187	3928	2928	1928	1428		
	018	576	576	576	576	928	576
	3649	8484	8110	8381	8431		
Fornecedores	54	7	5	4	4	85	326
	2905	1923	1923	1923	1923		
Fornecedores de Imobilizado	45	49	49	49	49	192	349
	5968	7996	8129	8428	8474		
Estado e Outros Entes Públicos	2	2	1	8	4	85	761

	5404	3245	3228	3235	3235	
OutrosCredores	47	06	19	25	28	323798
	3848	4517	4520	4526	4547	
AcréscimodeCustos	04	42	28	73	00	457258
	3224	3621	3621	3621	3621	
ProveitosDiferidos	7	6	6	6	6	36651
Ajustamento	53	4882	3635	823	395	
	4859	5103	4098	3102	2604	
TOTALPASSIVO	750	080	019	264	822	2109718
	5811	6325	5543	4867	4739	
TOTALCAPITALPRÓPRIO+PASSIVO	932	778	407	160	004	4648979
Check	0	0	0	0	0	0

							Year-EndDecember	
CálculosdeRúbricasDiversas	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E		

InterestCost

	4299	1705	1316	7848	5520	
Applications	70	07	45	4	4	58625
InterestRate(active)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
	2149	1501				
InterestReceived	9	2	7554	5253	3342	2846
	3477	4120	3120	2120	1620	
FundingRequirements(NegativeNetCash+Loans)	563	925	925	925	925	1120925
InterestRate(passive)	5,2%	5,2%	6,0%	6,6%	7,2%	7,6%
	1812	1980	2161	1716	1347	
InterestPaid	99	69	69	71	07	104190
	-	-	-	-	-	
	1598	1830	2086	1664	1313	
FinancialResult	00	57	15	17	64	-101345

ExtraordinaryItems

	6533					
ExtraordinaryIncome	2	0	0	0	0	0
		4721				
Extraordinarycosts	0	1	0	0	0	0

	-					
	6533	4721				
Extraordinary Items	2	1	0	0	0	0

Revaluations direct to "Carried Results"

		2374				
Calculation	0	3	0	0	0	0

Income Taxes

	2985	3714	3088	4406	5086	
Earnings Before Taxes (EBT)	0	2	62	83	30	557361

Losses available to use for tax purposes

-From 2008	0	0	0	0	0	0
-From 2009		0	0	0	0	0
-From 2010			0	0	0	0
-From 2011				0	0	0
-From 2012					0	0
-From 2013						0

Losses available to use for tax purposes

	0	0	0	0	0	0
--	---	---	---	---	---	---

Losses used for Taxes purposes

-From 2008	0	0	0	0	0	0
-From 2009	0	0	0	0	0	0
-From 2010	0	0	0	0	0	0
-From 2011	0	0	0	0	0	0
-From 2012	0	0	0	0	0	0
-From 2013	0	0	0	0	0	0

Losses used for tax purposes

	0	0	0	0	0	0
--	---	---	---	---	---	---

	2985	3714	3088	4406	5086	
Collectable Income	0	2	62	83	30	557361
Tax rate (IRC)	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%

Autonomous Tax	3500	4601	4323	4395	4557	4582
As % of total margin	0,07%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,104%

	-	-	-	-	-	
	1141	1444	8617	1211	1393	
Income Tax	0	4	1	76	44	-152282

	-	-	-	-	-	
EffectiveTaxRate	38,2	38,9	27,9	27,5	27,4	-27,3%
	%	%	%	%	%	

							Year- EndDecem ber	
FundingandOtherAssumptio ns	2009	2010	2011	2012 E	2013 E	2014E		

ShareCapital	2060 04	4300 79	4300 79	4300 79	4300 79	430079	430079
---------------------	------------	------------	------------	------------	------------	--------	--------

+Increase	2240	75					
-Reduction							

ShareCapital- IncorporationofReserves	0	7699 21	7699 21	7699 21	7699 21	769921	769921
--	---	------------	------------	------------	------------	--------	--------

+Increase	7699	21					
-Reduction							

IssuingPremium	0	0	0	0	0	0	0
-----------------------	---	---	---	---	---	---	---

+Increase							
Reduction							

Reserves	7277 38	0	0	0	0	0	0
-----------------	------------	---	---	---	---	---	---

+Incr ease	0	0	0	0	0	0	0
-Reduction	7277 38						

Ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
-------	------	------	------	------	------	------	------

CarriedResults	0	2269 8	2453 89	5648 96	934182	1339261
-----------------------	---	-----------	------------	------------	--------	---------

+Incr ease	4218 3	2269 8	2226 90	3195 07	369286	405079
-Reduction	4218 3					

Ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
-------	------	------	------	------	------	------	------

SupplementaryCapital	0	0	0	0	0	0	0
-----------------------------	---	---	---	---	---	---	---

+Increase							
-Reduction							

Dividendos

AnnualAmount	0	0	0	0	0	
---------------------	---	---	---	---	---	--

Pay-outratio	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
--------------	----	------	------	------	------	------

Shareholder's loans	0	0	0	0	0	0
+Increase						
-Reduction						

Dívidas Instituições de Crédito	3187018	3928576	2928576	1928576	1428576	928576
+Increase		741558				
-Reduction			1000000	1000000	500000	500000

Investimentos Financeiros	423693	0	0	0	0	0
+Increase						
-Reduction		423693				

Outros Devedores	4346624	5462007	4846567	4350077	4350547	4351552
+Increase		1115383			470	1005
-Reduction			615440	496490		

Títulos Negociáveis	936	936	936	936	936	936
+Increase						
-Reduction						

Fornecedores de Imobilizado	290545	192349	192349	192349	192349	192349
+Increase						
-Reduction		98196				

						Year- EndDecem ber	
CashFlowStatement(in€)	2009	2010	2011	2012 E	2013 E	2014E	

Cashinflows

	2269	2226	3195	3692	
ResultadosLíquidos	8	90	07	86	405079
	1301	1301	1301	1064	
Depreciation	43	43	43	41	96687
ShareholdersLoansIncrease	0	0	0	0	0
	2240				
ShareCapitalIncrease	75	0	0	0	0
EmissionPrizesIncrease	0	0	0	0	0
		6154	4964		
Loanstootherdecrease	0	40	90	0	0
	7415				
MediumTermLoanIncrease	58	0	0	0	0
WorkingCapitalDivestment	0	0	699	1462	2660
Rentingsincrease	0	0	0	0	0
DivestmentoffinancialInvestments	4236				
	93	0	0	0	0
Valuationincrease(directtocarriedinterest)	2374				
	3	0	0	0	0
TotalCashinflows	1565	9682	9468	4771	
	911	74	40	90	504426

Cashoutflows

	1881				
WorkingCapitalInvestment	01	7136	0	0	0
Capex	0	0	0	0	0
	9819				
Rentingsdecrease	6	0	0	0	0
ShareholdersLoansDecrease	0	0	0	0	0
	1115				
Loanstootherincrease	383	0	0	470	1005
		1000	1000	5000	
MediumTermLoanDecrease	0	000	000	00	500000
Otherassetsincrease	0	0	0	0	0
RevolvingReimbursement	0	0	0	0	0
FinancialInvestment	0	0	0	0	0
Bondsincrease	0	0	0	0	0
FixedAssetsSuppliersIncrease	0	0	0	0	0
Dividendspayment	0	0	0	0	0
TotalCashOutflows	1401	1007	1000	5004	
	680	136	000	70	501005

		-	-	-	
	1642	3886	5316	2328	
Cashinflows-Cashoutflows	30	2	0	0	3421
CashSurplusReimbursement	5341	1695 71	1307 09	7754 8	54268
<i>RevolvingDebtIncrease</i>	0	0	0	0	0
CashSurplus	5341	1695 71	1307 09	7754 8	5426 8
Check	0	0	0	0	0

CaixaPositiva

0 0 0 0

1307 7754 5426

09 9 8 57689

						Year- EndDecem ber	
Resumo(parágrafo)	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	
Cashinflows		1565 911	9682 74	9468 40	4771 90	504426	0
Cashoutflows(ex-dividends)		- 1401 680	- 1007 136	- 1000 000	- 5004 70	-501005	0
Cashbalance		1642 30	3886 2	5316 0	2328 0	3421	0
Dividends		0	0	0	0	0	0

						Year- EndDecem ber	
NetCashPosition	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	
Cash		1695 5341 4236	1307 71	7754 09	5426 8	57689	0
Applications		93	0	0	0	0	
Loans		3187 018	3928 576	2928 576	1928 576	1428 576	928576
		- 2757	- 3759	- 2797	- 1851	- 1374	
NetCashPositionYearEnd	984	005	867	028	308	-870887	0

								Year- EndDecem ber
DCF Calculation(in€)	2009	2010	2011	2012	2013 E	2014E		Perpet.

FreeCashFlows

	1243	2674	5174	6071	6399		
EBIT	18	10	77	00	95	658706	675174
	3472	1301	1301	1301	1064		
Depreciation	21	43	43	43	41	96687	96687
		-					
	4218	1881	-				
WorkingCapitalInvestment	385	01	7136	699	1462	2660	2660
	-						
	1782						
Capex	35	0	0	0	0	0	-96687

	4511	2094	6404	7379	7478		
FreeAnnualCashFlow	689	52	85	43	98	758053	677834

	0,76	0,87		1,12	1,27		
DiscountFactor	1	2	1	8	1	1,433	

Presentvalueofannualcashf lows	0	2400	6404	6544	5882	528818	
---	----------	-------------	-------------	-------------	-------------	---------------	--

ShareholdersValue

2412049

10 - AvaliaçãoIPA

ResumoOperacional	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	VT
-------------------	------	------	-----------	-----------	-----------	-------	----

CITE							
------	--	--	--	--	--	--	--

#dealunos(anolectivo)	238	210	240	250	274	280	
#dealunos(média)	269	229	220	243	258	276	

#deturmas	13	12	15	15	15	15	
alunosporturma	21,5	19,5	16,0	16,7	18,3	18,7	

Receitamédiaporaluno(inc.sub sidio)	3469	3581	3622	3651	3685	3725	
Subsídiodioporluno	0	0	0	0	0	0	

Custos operativos por aluno	-	-	-	-	-	-
	3384	4579	4480	4084	3830	-3565
dos quais:						
... Rend. médio por aluno	-430	-740	-769	-695	-662	-627
... Vencimentos por aluno	2298	3199	3276	2951	2726	-2493
... (# de colaboradores)	22	22	22	22	22	22

EBITDA por aluno	85,5	99,9	85,9	43,8	14,7	160,1
Resultado líquido por aluno	3,2	10,5	9,1	5,6	2,8	47,2

Dados Operacionais	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	VT
Prestação de Serviços	919861	811497	789676	880431	942078	1018799	
Taxa de Crescimento		11,8%	-2,7%	11,5%	7,0%	8,1%	

# de turmas	13	12	15	15	15	15
Alunos por Turma	21,5	19,5	16,0	16,7	18,3	18,7
Novas-Extinções	0	0	3	0	0	0
# médio de alunos	269	229	220	243	258	276
Alunos (ano lectivo)	238	210	240	250	274	280
Entradas-Saídas	6	-28	30	10	24	6
Taxa de crescimento de alunos	2,4%	15,1%	-3,8%	10,6%	6,0%	7,0%
Propina e Mensalidades	739600	654521	637270	711203	761611	824524
Receita média por aluno	2746	2862	2897	2923	2952	2987
Taxa de crescimento	11,3%	4,2%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Matrículas	53592	45500	44300	49440	52944	57317
Receita média por aluno	199	199	201	203	205	208
Taxa de crescimento	6,3%	0,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%

Exames	4008 2	3403 0	3313 3	3697 7	3959 7	42868
Receita média por aluno	149	149	151	152	153	155
Taxa de crescimento	2,4%	0,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Alunos de 1º ano (ano lectivo)	81	91	85	89	90	90
Entradas-Saídas	-1	10	-6	4	1	0
Taxa de crescimento das inscrições	2,4%	12,3%	-6,6%	4,7%	1,1%	0,0%
Candidaturas	1359 0	1526 8	1443 2	1524 7	1557 3	15760
Receita média por aluno	168	168	170	171	173	175
Taxa de crescimento	2,4%	0,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Outros	7299 7	6217 9	6054 1	6756 4	7235 3	78330
% Propinase Mensalidades	9,9%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Taxa de crescimento	-	14,8%	-2,6%	11,6%	7,1%	8,3%

Outros Provedores Operacionais	1450 6	7419	7223	8061	8633	9346
% Propinase Mensalidades	2,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Taxa de crescimento	17,0%	48,9%	-2,6%	11,6%	7,1%	8,3%

Total de Provedores Operacionais	9343 67	8189 16	7969 00	8884 93	9507 11	1028145
Taxa de Crescimento	-	12,4%	-2,7%	11,5%	7,0%	8,1%

FSE	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	VT
Fornecimento de Serviços Externos	-4569 52	-5159 29	-5601 81	-5678 37	-5575 51	-547953	
Taxa de Crescimento	-	12,9%	8,6%	1,4%	-	1,8%	-1,7%

	63,0	70,3	63,9	58,6	
%ProveitosOperacionais	%	%	%	%	53,3%

RendaseAlugueres	-115789	-169200	-169200	-169200	-170892	-172943
Taxadecrecimento(D)	46,1%	0,0%	0,0%	1,0%	1,2%	
Honorários-Professores/Fornecedores	-145757	-174379	-270000	-263751	-242328	-218925
%Prest.Serviços(D)	15,8%	21,5%	34,2%	30,0%	25,7%	-21,5%
Taxadecrecimento	19,6%	54,8%	-	2,3%	8,1%	-9,7%
PublicidadeePropaganda	-84045	-79384	-30515	-34022	-36404	-39369
PublicidadeePropagandaAnual	-84045	-31358	-30515	-34022	-36404	-39369
%Prest.Serviços(D)	9,1%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	-3,9%
Taxadecrecimento	62,7%	-	11,5%	7,0%	8,1%	
Reconhecimento-custosdif.	-48026					
TrabalhosEspecializados	-37256	-32141	-31277	-34871	-37313	-40352
%Prest.Serviços(D)	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	-4,0%
Taxadecrecimento	13,7%	-	11,5%	7,0%	8,1%	
Outrocustos	-74105	-60825	-59190	-65993	-70614	-76365
%Prest.Serviços(D)	8,1%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	-7,4%

Custos Operacionais	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	VT
	-						
	1836	-	-	-	-		
Outros Custos Operacionais	0	6167	6047	6547	6887	-7310	
		-					
		66,4	-				
Taxa de Crescimento		%	2,0%	8,3%	5,2%	6,1%	
% Proveitos Operacionais	2,0%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	

Ajustamentos	-						
	7167	0	0	0	0	0	
% Proveitos Operacionais (D)	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Impostos	-	-	-	-	-		
	2919	2558	2490	2776	2970	-3212	
% Proveitos Operacionais (D)	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	
Quotizações	-	-	-	-	-		
	1693	1693	1693	1693	1693	-1693	
% Remunerações	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	
Serviços Bancários	-	-	-	-	-		
	2186	1916	1864	2079	2224	-2405	
% Proveitos Operacionais (D)	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	
Outros Custos	-						
	4395						

CAPEX	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	VT
Imobilizado Incorporado Bruto (existente)	66157	66157	66157	66157	66157		66157
Capex	0						
Amortizações Acumuladas Iniciais	66157	66157	66157	66157	66157		-66157
Amortizações do Exercício	0	0	0	0	0	0	
Taxa de Amortização	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Regularizações de Amortizações	0						
Amortizações Acumuladas Finais	66157	66157	66157	66157	66157		-66157

Imobilizado Incorpóreo Líquido (exist.)	0	0	0	0	0	0
--	----------	----------	----------	----------	----------	----------

Imobilizado Corpóreo Bruto (existente)	1125 635	1125 635	1125 635	1125 635	1125 635	1125635
Capex	1237 2					
Amortizações Acumuladas Iniciais	- 1073 944	- 1096 977	- 1109 733	- 1116 483	- 1121 059	-1125635
Amortizações do Exercício	- 2303 3	- 1275 6	- 6750	- 4576	- 4576	0
Taxa de Amortização	2,0%	1,1%	0,6%	0,4%	0,4%	0,0%
Regularizações de Amortizações	0					
Amortizações Acumuladas Finais	1096 977	1109 733	1116 483	1121 059	1125 635	-1125635
Imobilizado Corpóreo Líquido (exist.)	2865 8	1590 2	9152	4576	0	0

Imobilizado em curso	0					
Invest. em Imob. Corp. (Novo)	0	0	0	0	0	0
Taxa de crescimento		1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	
Amortização	12,5%					
2010	0	0	0	0	0	
2011		0	0	0	0	
2012			0	0	0	
2013				0	0	
2014					0	
Amortização Anual	0	0	0	0	0	
Imobilizado Corpóreo Bruto (novo)	0	0	0	0	0	
Amortizações Acumuladas	0	0	0	0	0	
Imobilizado Corpóreo Líquido (novo)	0	0	0	0	0	

Imobilizado Corpóreo Líquido (total)	2865 8	1590 2	9152	4576	0	0
% Proveitos Operacionais (D)	3,1%	1,9%	1,1%	0,5%	0,0%	0,0%

	- 2303 3	- 1275 6	- 6750	- 4576	- 4576	0
Amortização anual	1237					
Capex Total	2	0	0	0	0	0

DEMONSTRAÇÃO RESULTADOS	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	VT
Proveitos Operacionais	934367	818916	796900	888493	950711	1028145	
Fornecimento de Serviços Externos	-	-	-	-	-	-	
	456952	515929	560181	567837	557551	-547953	
Custos com Pessoal	-	-	-	-	-	-	
	436033	524999	419415	419415	423609	-428692	
Outros Custos Operacionais	18360	-	-	-	-	-	
	0	6167	6047	6547	6887	-7310	
EBITDA	23022	228179	188743	105306	37337	44189	
% Proveitos Operacionais	2,5%	27,9%	23,7%	11,9%	-	3,9%	4,3%
Amortizações	-	-	-	-	-	-	
	23033	12756	-	-	-	-	
EBIT	-11	35	93	82	3	44189	
% Proveitos Operacionais	0,0%	29,4%	24,5%	12,4%	-	4,4%	4,3%
Resultados Financeiros	-	-	-	-	-	-	
	1323	5260	10221	19961	27700	-31153	
Resultados Extraordinários	815	4842					
EBT	2127	53	15	43	2	13036	
IRC	-	-	-	-	-	-	
	1276	0	0	0	0	0	
Resultado Líquido	851	53	15	43	2	13036	
FUNDO DE MANEIO							
Fundo de Maneio Activo	91579	32100	31582	33761	35369	37369	
Taxa de Crescimento	-	64,9%	-	1,6%	6,9%	4,8%	5,7%

%ProveitosOperacionais 9,8% 3,9% 4,0% 3,8% 3,7% 3,6%

Cientes	0	6342	6175	6891	7380	7989
%PropinaseMensalidades(D)	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
AdiantamentosaFornecedores	0	0	0	0	0	0
%ProveitosOperacionais(D)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EstadoeOutrosEntesPúblicos	7260	5800	5644	6293	6733	7282
%ProveitosOperacionais(D)	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
OutrosDevedores(exceptogrupo)	5156	4519	4397	4903	5246	5673
%ProveitosOperacionais(D)	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
AcréscimodeProveitos	1909	0	0	0	0	0
%Prest.Serviços(D)	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
DívidasdeClientes	1909					
CustosDiferidos	6006	1543	1536	1567	1601	
Seguros	4	9	5	4	0	16424
%Outros(D)	3359	2757	2683	2991	3201	3461
OutrosCustosDiferidos	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Rendas(grupo)	8679	1268	1268	1268	1280	
%deRendas(FSE)	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Publicidade	4802	6				

FundodeManeioPassivo	1809	9841	9622	1026	1071	
	25	7	9	82	84	112822
		-				
		45,6	-			
TaxadeCrescimento		%	2,2%	6,7%	4,4%	5,3%
	19,4	12,0	12,1	11,6	11,3	
%ProveitosOperacionais	%	%	%	%	%	11,0%

Fornecedores	1053 23	3634 3	3536 6	3943 1	4219 2	45628
Fornecedores de Publicidade	9359 1					
Outros	1173 2	3634 3	3536 6	3943 1	4219 2	45628
%FSE(trab.espec.+outrosfse's)	94,6 %	39,1 %	39,1 %	39,1 %	39,1 %	39,1%
Estado e Outros Entes Públicos	2686 7	1991 1	1986 1	2214 4	2369 4	25624
%Prestação de Serviços(D)	2,9%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Outros Credores	7423	7105	7714	7820	7678	7546
%FSE(exc.Honor.E Rendas)	1,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Acréscimo de Custos	4131 2	3505 8	3328 8	3328 8	3362 0	34024
Remunerações a Liquidar	3987 2	3505 8	3328 8	3328 8	3362 0	34024
%Remunerações+Encargos	9,4%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Outros	1440					
Fundo de Maneio	- 8934 6	- 6631 7	- 6464 7	- 6892 1	- 7181 5	-75452
%Proveitos Operacionais(D)	9,6%	8,1%	8,1%	7,8%	7,6%	7,3%
Investimento em Fundo de Maneio	1709 4	- 2302 9	- 1669	4274	2894	3637

BALANÇO	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	VT
---------	------	------	-----------	-----------	-----------	-------	----

Activo

Imobilizado						
Imobilizações Incorpóreas	0	0	0	0	0	0
Imobilizações Corpóreas	2865 8	1590 2	9152	4576	0	0
Investimentos Financeiros	0	0	0	0	0	0
Clientes	0	6342	6175	6891	7380	7989
Adiantamentos a Fornecedores	0	0	0	0	0	0
Estado e Outros Entes Públicos	7260	5800	5644	6293	6733	7282

OutrosDevedores	5156	4367	4065	4143	4478	4885
	3210	8780	8780	8780	8780	
OutrosDevedores(grupo)	00	5	5	5	5	87805
TítulosNegociáveis	0	0	0	0	0	0
CaixaeEquivalentes(negativo	1710	1350	1286			
=emprestimo)	3	1	6	1874	4732	21405
	1909					
AcréscimodeProveitos	9	0	0	0	0	0
	6006	1543	1536	1567	1601	
CustosDiferidos	4	9	5	4	0	16424
Ajustamento		150	331	758	766	787
	4583	1493	1414	1280	1279	
TOTALDEACTIVO	40	06	03	13	03	146577

CapitalPróprio

	1575	1575	1575	1575	1575	
CapitalSocial	0	0	0	0	0	15750
	3750	3750	3750	3750	3750	
Reservas	47	47	47	47	47	375047
	-	-	-	-	-	
ResultadosTransitados	1431	1389	3802	5859	7158	
	73	09	62	77	19	-785432
		-	-	-	-	
ResultadoLíquidodoExercíci		2413	2057	1298	6961	
o	851	53	15	43	2	13036
			-	-	-	
TOTALDOCAPITALPRÓPRIO	2484	1053	1951	3250	3946	
	75	5	80	22	35	-381598

Passivo

Provisões	4395	4395	4395	4395	4395	4395
DívidasaInstituiçõesdeCrédit		1141	2114	3214	3864	
o	0	6	16	16	16	386416
	1053	3634	3536	3943	4219	
Fornecedores	23	3	6	1	2	45628
	2215	2215	2215	2215	2215	
FornecedoresdeImobilizado	4	4	4	4	4	22154
Accionistas	2389	2389	2389	2389	2389	2389
	2686	1991	1986	2214	2369	
EstadoeOutrosEntesPúblicos	7	1	1	4	4	25624
OutrosCredores	7423	7105	7714	7820	7678	7546
	4131	3505	3328	3328	3362	
AcréscimodeCustos	2	8	8	8	0	34024
Ajustamento	2					
	2098	1387	3365	4530	5225	
TOTALPASSIVO	65	71	83	36	38	528176
TOTALCAPITALPRÓPRIO+PASSIVO	4583	1493	1414	1280	1279	
	40	06	03	13	04	146577

Check 0 0 0 0 0 0

						Year- EndDecem ber	
CálculosdeRúbricasDiversas	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	

InterestCost

	1710	1350	1286			
Applications	3	1	6	1874	4732	21405
InterestRate(active)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
InterestReceived	855	675	659	369	165	653
FundingRequirements(Negat iveNetCash+Loans)	2215 4	3357 0	2335 70	3435 70	4085 70	408570
InterestRate(passive)	5,2%	5,2%	5,9%	6,5%	7,2%	7,7%
				1882	2711	
InterestPaid	1155	1435	7881	9	5	31431
FinancialResultsAdjustment	1623	-4500	-3000	-1500	-750	-375
		-	-	-	-	
FinancialResult	1323	5260	1022 1	1996 1	2770 0	-31153

ExtraordinaryItems

ExtraordinaryIncome	815	4842	0	0	0	0
Extraordinarycosts	0	0	0	0	0	0
ExtraordinaryItems	815	4842	0	0	0	0

Reevaluationsdirectto"Carri edResults"

Calculation	0	3413	0	0	0	0
-------------	---	------	---	---	---	---

IncomeTaxes

		-2413	-2057	-1298	-6961	
EarningsBeforeTaxes(EBT)	2127	53	15	43	2	13036

Losses available to use for tax purposes

-From 2008	0	0	0	0	0	0
-From 2009		0	0	0	0	0
			2413	2413	2413	
-From 2010			53	53	53	241353
				2057	2057	
-From 2011				15	15	205715
					1298	
-From 2012					43	129843
-From 2013						69612
Losses available to use for tax purposes	0	0	2413	4470	5769	
			53	68	11	646523

Losses used for Tax purposes

-From 2008	0	0	0	0	0	0
-From 2009	0	0	0	0	0	0
-From 2010	0	0	0	0	0	13036
-From 2011	0	0	0	0	0	0
-From 2012	0	0	0	0	0	0
-From 2013	0	0	0	0	0	0
Losses used for tax purposes	0	0	0	0	0	13036

		-	-	-	-	
		2413	2057	1298	6961	
Collectable Income	2127	53	15	43	2	0
	26,5	26,5	26,5	26,5	26,5	
Tax rate (IRC)	%	%	%	%	%	26,5%
Autonomous Tax	712	0	0	0	0	0
As % of total margin	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Income Tax	1276	0	0	0	0	0

	-					
	60,0					
Effective Tax Rate	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

						Year-End December	
Funding and Other Assumptions	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	
Share Capital	15750	15750	15750	15750	15750	15750	15750
+ Increase							

-Reduction

IssuingPremium

0	0	0	0	0	0	0
---	---	---	---	---	---	---

+Increase

-Reduction

Reserves

3750	3750	3750	3750	3750		
47	47	47	47	47	375047	375047

+Incr

ease

0	0	0	0	0	0	0
---	---	---	---	---	---	---

-Reduction

Ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
-------	------	------	------	------	------	------	------

SupplementaryCapital

0	0	0	0	0	0	0
---	---	---	---	---	---	---

+Increase

-Reduction

Dividendos

AnnualAmount

0	0	0	0	0	0
---	---	---	---	---	---

Pay-outratio

0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
----	------	------	------	------	------

Shareholder'sloans

0	0	0	0	0	0	0
---	---	---	---	---	---	---

+Increase

-Reduction

DívidasaInstituiçõesdeCrédito

0	1141	2114	3214	3864	
	6	16	16	16	386416

+Incr

ease

1141	2000	1100	6500
6	00	00	0

-Reduction

InvestimentosFinanceiros

0	0	0	0	0	0
---	---	---	---	---	---

+Incr

ease

-Reduction

0

OutrosDevedores

5156	4367	4065	4143	4478	4885
------	------	------	------	------	------

+Incr

ease

78	335	407
----	-----	-----

-Reduction

789	302
-----	-----

OutrosDevedores(grupo)

3210	8780	8780	8780	8780	
00	5	5	5	5	87805

+Incr

ease

	2331
-Reduction	95

Títulos Negociáveis	0	0	0	0	0	0	0
+Increase							
-Reduction							

Fornecedores de Imobilizado	2215	2215	2215	2215	2215		
o	4	4	4	4	4	22154	22154
+Increase							
-Reduction							

							Year-End December	
Cash Flow Statement (in €)	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E		

Cash inflows

	-	-	-	-		
Resultados Líquidos	2413	2057	1298	6961		
	53	15	43	2	13036	
	1275					
Depreciation	6	6750	4576	4576	0	
Shareholders Loans Increase	0	0	0	0	0	
Share Capital Increase	0	0	0	0	0	
Emission Prizes Increase	0	0	0	0	0	
	1141	2000	1100	6500		
Medium Term Loan Increase	6	00	00	0	0	
Working Capital Divestment	0	0	4274	2894	3637	
Divestment of Financial Investments	0	0	0	0	0	
Reduction of Fixed Assets Suppliers	0	0	0	0	0	
Reduction of other debtors – group	2331	95	0	0	0	
Valuation increase (direct carried interest)	3413	0	0	0	0	
				-		
Total Cash inflows	19427	1035	3	1099	2858	16674

Cash outflows

	2302				
WorkingCapitalInvestment	9	1669	0	0	0
Capex	0	0	0	0	0
ShareholdersLoansDecrease	0	0	0	0	0
MediumTermLoanDecrease	0	0	0	0	0
Otherassetsincrease	0	0	0	0	0
RevolvingReimbursment	0	0	0	0	0
FinancialInvestment	0	0	0	0	0
Bondsincrease	0	0	0	0	0
FixedAssetsSuppliersIncreas e	0	0	0	0	0
Increaseofotherdebtors– group	0	0	0	0	0
Dividendspayment	0	0	0	0	0
	2302				
TotalCashOutflows	9	1669	0	0	0
			-		
	-		1099		
Cashinflows-Cashoutflows	3602	-634	3	2858	16674
	1710	1350	1286		
CashSurplusReimbursment	3	1	6	1874	4732
<i>RevolvingDebtIncrease</i>	0	0	0	0	0
CashSurplus	1710 3	1350	1286	1874	4732
	1	6		21405	
Check	0	0	0	0	0

CaixaPositiva

							Year-EndDecember	
Resumen(parágrafo)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E		
Cashinflows	19427	1035	3	1099	2858	16674	0	
Cashoutflows(ex-dividends)	-23029	-1669	0	0	0	0	0	
Cashbalance	-3602	-634	3	1099	2858	16674	0	
Dividends	0	0	0	0	0	0	0	

							Year- EndDecem ber	
NetCashPosition	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E		
	1710	1350	1286					
Cash	3	1	6	1874	4732	21405		0
Applications	0	0	0	0	0	0		
		1141	2114	3214	3864			
Loans	0	6	16	16	16	386416		0
	1710		-	-	-			
NetCashPositionYearEnd	3	2085	1985 50	3195 42	3816 84	-365011		0

							Year- EndDecem ber	
DCFCalculation(in€)	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	Perpet.	

FreeCashFlows

		-	-	-	-			
		2409	1954	1098	4191			
EBIT	-11	35	93	82	3	44189		45294
	2303	1275						
Depreciation	3	6	6750	4576	4576	0		0
		-						
	1709	2302	-					
WorkingCapitalInvestment	4	9	1669	4274	2894	3637		3637
	-							
	1237							
Capex	2	0	0	0	0	0		0
		-	-	-	-			
	2774	2512	1904	1010	3444			
FreeAnnualCashFlow	4	08	13	32	3	47826		48931
	0,76	0,87		1,12	1,27			
DiscountFactor	1	2	1	8	1	1,433		
		-	-	-	-			
		2879	1904	8960	2709			
Presentvalueofannualcashf lows	0	30	13	4	1	33364		

ShareholdersValue

-273745

11 – Avaliação Colégio Cesário Verde

Resumo Operacional	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	V T
--------------------	------	------	-----------	-----------	-----------	-----------	--------

Cesário Verde

#de alunos(ano lectivo)	335	310	289	384	464	534	
Infantário e creche	53	50	47	62	72	82	
Pré-escolar	61	61	67	92	112	132	
1º ciclo	107	89	80	125	165	185	
2º ciclo	50	54	47	52	57	67	
3º ciclo	64	56	48	53	58	68	
Variação de alunos		-25	-21	95	80	70	
#de alunos(média)	350	327	303	321	411	487	
#de turmas	17	17	15	18	21	26	
alunos por turma	19,9	18,2	19,3	21,3	22,1	20,5	
Receita média por aluno (inc. subsidio)	3890	4017	4093	4179	4225	4276	
Subsídio médio por aluno	0	0	0	0	0	0	
Custos operativos por aluno	-3759	-3905	-4479	-5055	-4347	-4036	
dos quais:							
...Renda média por aluno	-192	-180	-443	-1123	-885	-755	
...Vencimentos por aluno	-2532	-2653	-2928	-2846	-2433	-2278	
...(#de colaboradores)	56	58	58	63	68	77	
EBITDA por aluno	255,9	293,6	232,8	746,9	22,6	394,8	
Resultado Líquido por aluno	135,5	25,9	473,6	970,8	-95,9	304,3	

Dados Operacionais	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	V T
--------------------	------	------	-----------	-----------	-----------	-----------	--------

Prestação de Serviços	1359	1308	1227	1317	17113	2059	
	215	559	113	018	55	172	
					29,9	20,3	
Taxa de Crescimento		-3,7%	-6,2%	7,3%	%	%	
Total de Alunos (média)	350	327	303	321	411	487	
Total de Alunos (ano lectivo)	335	310	289	384	464	534	
Variação de novos alunos		-25	-21	95	80	70	

60alunosmax						
InfantárioeCreche	167507	195768	186493	199692	253404	295696
TaxadeCrescimento		16,9%	-4,7%	7,1%	26,9%	16,7%
%PrestaçãodeServiços	12%	15%	15%	15%	15%	14%
#deturmas	4	4	3	5	6	7
AlunosporTurma	13,3	12,8	15,7	13,0	13,0	13,0
Novas-Extinções	0	0	0	0	0	0
#médiodealunos	46	52	49	52	65	75
Alunos(anolectivo)	53	50	47	62	72	82
Entradas-Saídas	-5	-3	-3	15	10	10
Taxadecrescimento dosalunos	2,4%	12,2%	-5,8%	6,1%	25,6%	15,3%
Mensalidades	144830	170233	162337	173826	220581	257396
Receitamédiaporaluno	3126	3274	3313	3343	3376	3417
Taxadecrescimento	11,4%	4,7%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Matrículas	13346	14979	14115	15114	19179	22380
Receitamédiaporaluno	288	288	288	291	294	297
Taxadecrescimento	14,2%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
ActividadesExtra-Curriculares	1964	2204	2077	2224	2822	3293
Receitamédiaporaluno	42	42	42	43	43	44
Taxadecrescimento	5,8%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
OutrasActividades	7367	8351	7964	8527	10821	12627
Receitamédiaporaluno	159	161	163	164	166	168
Taxadecrescimento	-21,7%	1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Pré-Escolar	274625	266084	277722	335079	443254	539500
TaxadeCrescimento		-3,1%	4,4%	20,7%	32,3%	21,7%
%PrestaçãodeServiços	20%	20%	23%	25%	26%	26%

#deturmas	3	3	3	4	5	6
AlunosporTurma	20,33	20,33	22,33	23,00	23,00	23,00
Novas-Extinções	0	0	0	10	0	0
#médiodealunos	65	61	63	75	99	119
Alunos(anolectivo)	61	61	67	92	112	132
Entradas-Saídas	-6	0	6	25	20	20
Taxadecrescimento dosalunos	2,4%	-6,2%	3,3%	19,6%	31,0%	20,3%
Mensalidades	1742	1712	1789	2159	28568	3477
Receitamédiaporalu no	57	61	99	67	8	21
Taxadecrescimento	2681	2808	2841	2867	2895	2930
	4,1%	4,7%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Matrículas	1602	1503	1552	1873		3016
Receitamédiaporalu no	2	6	9	6	24785	7
	246	246	246	249	251	254
Taxadecrescimento	15,5%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
ActividadesExtra-Curriculares	1702	1597	1649	1990		3204
Receitamédiaporalu no	1	4	7	4	26330	7
	262	262	262	264	267	270
Taxadecrescimento	5,8%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
OutrasActividades	6732	6381	6669	8047	10645	1295
Receitamédiaporalu no	5	4	7	2	1	65
	1036	1046	1059	1068	1079	1092
Taxadecrescimento	-21,7%	1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
1ºCiclo	4566	4206	3615	4030	59274	7443
	10	06	96	32	0	95
			-			
			14,0	11,5	47,1	25,6
TaxadeCrescimento		-7,9%	%	%	%	%
%Prestação de Serviços	34%	32%	29%	31%	35%	36%
#deturmas	5	5	4	5	6	7
AlunosporTurma	21,40	17,80	20,00	30,00	30,00	30,00
Novas-Extinções	0	0	0	0	0	0
#médiodealunos	113	101	86	95	138	172

Alunos(anolectivo)	107	89	80	125	165	185
Entradas-Saídas	-7	-18	-9	45	40	20
Taxadecrescimento dosalunos	2,4%	10,6%	14,9%	10,5%	45,6%	24,1%
Mensalidades	2771	2594	2235	2491	36648	4602
Receitamédiaporalu no	81	53	71	91	5	52
Taxadecrescimento	2453	2569	2600	2623	2649	2681
	3,8%	4,7%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Matrículas	2347	2097	1786	1991		3677
Receitamédiaporalu no	2	9	4	1	29283	5
Taxadecrescimento	208	208	208	210	212	214
	-	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
ActividadesExtra-Curriculares	6876	6146	5233	5833		1077
Receitamédiaporalu no	3	1	3	0	85786	35
Taxadecrescimento	609	609	609	614	620	628
	-	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
OutrasActividades	8719	7871	6782	7560	11118	1396
Receitamédiaporalu no	4	4	8	1	6	33
Taxadecrescimento	772	779	789	796	804	813
	1,7%	1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%

2ºCiclo	1740	1950	1982	1884	20989	2387
TaxadeCrescimento	70	44	83	51	0	95
%Prestação de Serviços		12,0%	1,7%	-5,0%	11,4%	13,8%
#deturmas	1,9	2	2	2	2	3
AlunosporTurma	27,0	27,0	23,5	30,00	30,0	30,0
Novas-Extinções	0	0	0	0	0	0
#médiodealunos	47	51	52	49	54	60
Alunos(anolectivo)	50	54	47	52	57	67
Entradas-Saídas	-5	4	-7	5	5	10
Taxadecrescimento dosalunos	2,4%	8,4%	0,6%	-5,8%	10,3%	12,4%
Mensalidades	1166	1325	1349	1282	14287	1625
	89	16	77	84	8	55

	Receita média por aluno	2465	2581	2612	2636	2662	2694
	Taxa de crescimento	3,1%	4,7%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
			1000	1006			1212
Matrículas		9223	1	6	9567	10656	3
	Receita média por aluno	195	195	195	197	199	201
	Taxa de crescimento	1,3%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
Actividades Extra-Curriculares		20043	21734	21876	20791	23156	26345
	Receita média por aluno	423	423	423	427	431	437
	Taxa de crescimento	-7,6%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
Outras Actividades		28115	30793	31364	29809	33200	37773
	Receita média por aluno	594	600	607	613	619	626
	Taxa de crescimento	-9,9%	1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%

3º Ciclo		286403	231056	203020	190764	212068	240785
			-	-			
			19,3%	12,1%		11,2%	13,5%
Taxa de Crescimento			%	%	-6,0%	%	%
% Prestação de Serviços		21%	18%	17%	14%	12%	12%
# de turmas		3	3	3	2	2	3
Alunos por Turma		21,33	19,00	16,00	30,00	30,00	30,00
Novas-Extinções		0	0	0	0	0	0
# médio de alunos		79	61	53	50	55	61
Alunos (ano lectivo)		64	56	48	53	58	68
Entradas-Saídas		-10	-8	-8	5	5	10
			-	-			
Taxa de crescimento dos alunos		2,4%	22,0%	13,0%	-6,9%	10,1%	12,2%
			%	%	%	%	%
Mensalidades		201733	164690	144927	136178	151386	171886
	Receita média por aluno	2564	2685	2717	2742	2769	2802
	Taxa de crescimento	1,0%	4,7%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Matrículas		11935	9304	8090	7602	8451	9595

Receita média por aluno	152	152	152	153	155	156
Taxa de crescimento	2,8%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
Atividades Extra-Curriculares	26137	20375	17717	16648	18507	21013
Receita média por aluno	332	332	332	335	339	343
Taxa de crescimento	-22,6%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	1,2%
Outras Atividades	46598	36688	32286	30337	33724	38291
Receita média por aluno	592	598	605	611	617	624
Taxa de crescimento	2,9%	1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%

Outros-Refeitório e Transportes	3771	3627	3412	3648	4713	5653
% Propina mensal	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Taxa de crescimento	17,0%	-3,8%	-5,9%	6,9%	29,2%	19,9%
Outros-Aluguer de Espaço			9600	19430	18984	19211
# eventos por mês			8	16	16	16
Valor por evento			100	101	99	100
Taxa de crescimento			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Taxa de crescimento			1,0%	1,2%	-2,3%	1,2%

Total de Proveitos Operacionais	1362986	1312186	1240125	1340097	1735052	2084036
Taxa de Crescimento		-3,7%	-5,5%	8,1%	29,5%	20,1%
ARPS (Receita média por aluno)	3890	4017	4093	4179	4225	4276

FSE	2009	2010	2011	2012	2013	2014	VT
-----	------	------	------	------	------	------	----

Fornecimento de Serviços Externos	-411279	383894	446381	682639	753310	817168
Taxa de Crescimento		-6,7%	16,3%	52,9%	10,4%	8,5%

		29,3	36,0	50,9	43,4	39,2
%ProveitosOperacionais		%	%	%	%	%
		-	-	-	-	-
		1891	1774	1843	2395	28828
Subcontratos	-138519	87	12	82	90	4
		36,6			29,9	20,3
TaxadeCrescimento		%	-6,2%	3,9%	%	%
		-	-	-	-	-
		14,5	14,5	14,0	14,0	14,0
%ProveitosOperacionais	10,2%	%	%	%	%	%
		-	-	-	-	-
		1947	2689	4982	5137	52888
FornecimentoseServiços	-272760	07	69	57	20	4
		-				
		28,6	38,1	85,2		
TaxadeCrescimento		%	%	%	3,1%	3,0%
		14,8	21,7	37,2	29,6	25,4
%ProveitosOperacionais		%	%	%	%	%

		-	-	-	-	-
		5879	1340	3600	3636	36796
RendaseAlugueres	-67366	2	94	00	00	3
Taxadecresciment			128,1	168,5		
o(D)			%	%	1,0%	1,2%
		-	-	-	-	-
Honorários	-59003	-888	-833	-894	-1161	-1397
%Prest.Serviços(
D)	-4,3%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
		-				
Taxadecresciment		98,5			29,9	20,3
o		%	-6,2%	7,3%	%	%
		-				
					1052	-
Seguros	-7193	-8047	-7547	-8100	5	12664
%Prest.Serviços(
D)	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
		-	-	-	-	-
		4315	4367	4406	4451	-
Limpeza,HigieneeConfort	-42731	8	6	9	0	45044
o						
Taxadecresciment		1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
o(D)						
		-	-	-	-	-
		2182	2046	2196	2854	-
Material,visitasdeestudoe	-18781	5	6	6	3	34344
outros						
%Prest.Serviços(
D)	-1,4%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%

Água, Electricidade, Gás e Combustíveis	-28113	-28394	-28735	-28993	-29283	-29635
Taxa de crescimento (D)		1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Conservação e Reparação	-6063	-5220	-4896	-5254	-6827	-8215
% Prest. Serviços (D)	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Outros custos	-43510	-28382	-28722	-28981	-29271	-29622
% Prest. Serviços (D)		1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	

RH		2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	VT
----	--	------	------	--------	--------	--------	--------	----

Custos com Pessoal	-827919	865854	886227	911693	997973	1108861
Taxa de Crescimento		4,6%	2,4%	2,9%	9,5%	11,1%
% Proveitos Operacionais		66,0%	71,5%	68,0%	57,5%	53,2%

Remunerações	-662934	-692866	-709169	-729547	-798589	-887323
% Proveitos Operacionais (D)	48,6%	52,8%	57,2%	54,4%	46,0%	42,6%
Taxa de crescimento		4,5%	2,4%	2,9%	9,5%	11,1%
Remuneração média	-11838	-12227	-12227	-12227	-12349	-12498
check: encargos RH médio	-14784	-15280	-15280	-15280	-15433	-15618
Taxa de crescimento		3,3%	0,0%	0,0%	1,0%	1,2%
Inflação		1,0%	1,2%	0,9%	1,0%	1,2%
Taxa de crescimento real		2,3%	-1,2%	-0,9%	0,0%	0,0%
# Colaboradores	56	58	58	63	68	77

#Colaboradores médios		57	58	60	65	71
Entradas-Saídas	-7	2	0	5	5	9
#turmas	16,9	17,0	15,0	18,0	21,0	26,0
#turmas 1º ciclo	5,0	5,0	4,0	5,0	6,0	7,0
Cross-check: Custode prof. portu- ma		5093 2,6	5908 1,8	5064 9,6	4752 2,5	42648 ,5
			16,0 %	14,3 %	-6,2%	10,3 %
Variação						
Encargos sobre remunerações	-156968	1610 76	1648 66	1696 04	1856 54	20628 3
% Remunerações	23,7%	23,2 %	23,2 %	23,2 %	23,2 %	23,2 %
Variação						
Outras despesas com pessoal	-8017	1191 2	1219 2	1254 3	1373 0	- 15255
% Remunerações	1,2%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Variação						

CMVMC	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	VT
-------	------	------	-----------	-----------	-----------	-----------	----

CMVMC	-49193	1935 8	1829 5	1977 0	2559 6	- 30745
		60,6 %	-5,5%	8,1%	29,5 %	20,1 %
Taxa de Crescimento		34,6 %	34,6 %	34,6 %	34,6 %	34,6 %
% Proveitos Suplementares	118,4%					

Outros Proveitos e Custos Operacionais	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	VT
--	------	------	-----------	-----------	-----------	-----------	----

Outros Proveitos Operacionais	43609	5939 2	5613 0	6065 5	7853 2	94327
		36,2 %	-5,5%	8,1%	29,5 %	20,1 %
Taxa de Crescimento						
% Proveitos Operacionais (D)	3,2%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%

Proveitos Suplementares	41539	5587 2	5280 4	5706 0	7387 7	88737
% Proveitos Operacionais (D)	3,0%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%

Outros Proveitos Operacionais	2070	3520	3327	3595	4654	5591
% Proveitos Operacionais (D)	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

Outros Custos Operacionais	-28536	-6548	-6293	-6729	-8432	-9990
		-				
Taxa de Crescimento		77,1%	-3,9%	6,9%	25,3%	18,5%
% Proveitos Operacionais	2,1%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%

Ajustamentos de Dívidas a Receber	-15880	0	0	0	0	0
% Proveitos Operacionais (D)	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impostos	-5378	-5216	-4930	-5327	-6897	-8284
% Proveitos Operacionais (D)	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Quotizações	-1483	-1332	-1363	-1403	-1535	-1706
% Remunerações	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Serviços Bancários	-5795	0	0	0	0	0
% Proveitos Operacionais (D)	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

CAPEX	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	VT
-------	------	------	--------	--------	--------	--------	----

Imobilizado Incorpóreo Bruto (existente)	104748	104748	104748	104748	104748	104748
Capex	0					
Amortizações Acumuladas Iniciais	0	0	0	0	0	0
Amortizações do Exercício	0	0	0	0	0	0
Taxa de Amortização	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Regularizações de Amortizações	0					
Amortizações Acumuladas Finais	0	0	0	0	0	0
Imobilizado Incorpóreo Líquido (exist.)	104748	104748	104748	104748	104748	104748

Imobilizado Corpóreo Bruto (existe)	734001	972561	972561	972561	972561	972561
Capex	0	238560				

Amortizações Acumuladas Iniciais	-447351	-470799	-517774	-546898	-574077	-599311
Amortizações do Exercício	-23448	-46975	-29124	-27179	-25234	-23289
Taxa de Amortização	3,2%	4,8%	3,0%	2,8%	2,6%	2,4%
Regularizações de Amortizações	0					
Amortizações Acumuladas Finais	-470799	-517774	-546898	-574077	-599311	-622600
Imobilizado Corpóreo Líquido (ex ist.)	263202	454787	425663	398484	373250	349961

Imobilizado em curso	238560					
Invest. em Imob. Corp. (Novo)	0	70000	0	0	0	0
Taxa de crescimento		1,2%	0,9%	1,0%	1,2%	
Amortização	10,0%					
2010	0	0	0	0	0	0
2011		-7000	-7000	-7000	-7000	-7000
2012			0	0	0	0
2013				0	0	0
2014					0	0
Amortização Anual	0	-7000	-7000	-7000	-7000	-7000
Imobilizado Corpóreo Bruto (novo)	0	70000	70000	70000	70000	70000
Amortizações Acumuladas	0	-7000	0	0	0	28000
Imobilizado Corpóreo Líquido (novo)	0	63000	56000	49000	42000	42000

Imobilizado Corpóreo Líquido (total)	501762	454787	488663	454484	422250	391961
% Proveitos Operacionais (D)	36,8%	34,7%	39,4%	33,9%	24,3%	18,8%

Amortização anual	-23448	46975	36124	34179	32234	-30289
Capex Total	238560	0	0	0	0	0

DEMONSTRAÇÃO RESULTADOS	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	VT
-------------------------	------	------	--------	--------	--------	--------	----

Prestação de Serviços	1362986	1312	1230	1320	1716	20648
		186	525	666	068	24
		-	-	-	-	-
CMVMC	-49193	1935	1829	1977	2559	-
		8	5	0	6	30745
		-	-	-	-	-
Fornecimento de Serviços Externos	-411279	3838	4463	6826	7533	81716
		94	81	39	10	8
		-	-	-	-	-
Custos com Pessoal	-827919	8658	8862	9116	9979	11088
		54	27	93	73	61
		5939	5613	6065	7853	
Outros Projeitos Operacionais	43609	2	0	5	2	94327
Outros Custos Operacionais	-28536	-6548	-6293	-6729	-8432	-9990

EBITDA	89668	95924	-70540	239511	9288	192388
%Projeitos Operacionais	6,6%	7,3%	-5,7%	-17,9%	0,5%	9,2%
Amortizações	-23448	-46975	-36124	-34179	-32234	-30289
EBI			-	-		
T	66220	48949	106664	273690	-22946	162099
%Projeitos Operacionais	4,9%	3,7%	-8,6%	-20,4%	-1,3%	7,8%
Resultados Financeiros	-27767	-37423	-36839	-37617	-16424	-13817
Resultados Extraordinários	10297					
EBT	48750	11526	143504	311306	-39369	148282
IRC	-1276	-3054	0	0	0	0
Resultado Líquido	47474	8472	143504	311306	-39369	148282

FUNDO DE MANEIO	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	V T
-----------------	------	------	-------	-------	-------	-------	--------

Fundo de Maneio Activo	40211	50663	47862	51703	66953	80427
Taxa de Crescimento		26,0%	-5,5%	8,0%	29,5%	20,1%
%Projeitos Operacionais	3,0%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%

Mercadorias	0	13137	12416	13416	17371	20864
%Projeitos Suplementares(D)	0,0%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%
Estado e Outros Entes Públicos	18652	17957	16971	18339	23744	28519
%Projeitos Operacionais(D)	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Outros Devedores(excepto grupo)	17657	16999	16065	17360	22477	26998

%Proveitos Operacionais(D)	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Acréscimo de Proveitos	0	0	0	0	0	0
%Prest. Serviços(D)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dívidas de Clientes	0					
Custos Diferidos	3902	2570	2411	2587	3362	4045
Seguros	1232	0	0	0	0	0
%Outros(D)	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Outros Custos Diferidos	2670	2570	2411	2587	3362	4045
%Prest. Serviços(D)	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

Fundo de Maneio Passivo	338961	225543	221321	231132	268014	302391
Taxa de Crescimento		-33,5%	-1,9%	4,4%	16,0%	12,8%
%Proveitos Operacionais	24,9%	17,2%	17,8%	17,2%	15,4%	14,5%

Fornecedores	99089	105894	105122	107726	116820	125105
Fornecedores de Publicidade						
Outros	99089	105894	105122	107726	116820	125105
%FSE(trab.espec.+outros f's)	67,7%	78,4%	78,4%	78,4%	78,4%	78,4%
Estado e Outros Entes Públicos	41791	40233	38024	41089	53199	63899
%Prestação Serviços(D)	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Outros Credores	87712	39366	37204	40203	52052	62521
%Prestação Serviços(D)	6,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Acréscimo de Custos	110369	40050	40972	42114	45944	50865
Remuneração a Liquidar	107614	38253	39153	40278	44090	48989
%Remunerações+Encargos (D)	13,1%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Outros	2755	1797	1819	1835	1853	1876
%de outros FSE(D)	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%

Fundo de Maneio	-298750	-174880	-173459	-179429	-201062	-221964
%Proveitos Operacionais(D)	21,9%	13,3%	14,0%	13,4%	11,6%	10,7%
Investimento em Fundo de Maneio	-19796	-	-123870	-1421	5970	21633
					20902	

BALANÇO	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	V T
---------	------	------	-----------	-----------	-----------	-------	--------

Activo

Imobilizado							
	10474	10474	10474	10474	10474		
Imobilizações Incorpóreas	8	8	8	8	8	104748	
	50176	45478	48866	45448	42225		
Imobilizações Corpóreas	2	7	3	4	0	391961	
Investimentos Financeiros	5000	5000	5000	5000	5000	5000	
Clientes	0	0	0	0	0	0	
Adiantamentos a Fornecedores	0	13137	12416	13416	17371	20864	
Estado e Outros Entes Públicos	18652	17957	16971	18339	23744	28519	
Outros Devedores	17657	16586	16134	16861	17211	17418	
	29651	12376	12376	12376	12376		
Accionistas	3	8	8	8	8	123768	
Títulos Negociáveis	0	0	0	0	0	0	
Caixa e Equivalentes (negativo = em prestimo)	64641	40326	2167	9233	740	50213	
Acréscimo de Proventos	0	0	0	0	0	0	
Custos Diferidos	3902	2570	2411	2587	3362	4045	
Ajustamento	263	676	194	763	5529	9843	
	10131	77955	77247	74919	72372		
TOTAL DE ACTIVO	38	6	1	9	2	756379	

Capital Próprio

	56939	56939	56939	56939	56939		
Capital Social	9	9	9	9	9	569399	
	63300	63300	83300	11730	11780		
Prestações Suplementares	0	0	0	00	00	1068000	
Reservas	4383	4383	4383	4383	4383	4383	
	-	-	-	-	-		
Resultados Transitados	1071785	1024311	1015839	1159343	1470649	-1510019	
			-	-			
Resultado Líquido do Exercício	47474	8472	143504	311306	-		
	47474	8472	4	6	39369	148282	
	18247	19094	24743	27613	24176		
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO	1	3	9	3	3	280045	

Passivo

Provisões	0	0	0	0	0	0	
	20012	16648	16648	16648	16648		
Dívidas a Instituições de Crédito	0	9	9	9	9	126489	
		10589	10512	10772	11682		
Fornecedores	99089	4	2	6	0	125105	
Fornecedores de Imobilizado	47455	47455	47455	47455	47455	47455	
Accionistas	60131	0	0	0	0	0	

	22579	18935	12779			
Estado e Outros Entes Públicos	1	9	1	69079	53199	63899
Outros Credores	87712	39366	37204	40203	52052	62521
	11036					
Acréscimo de Custos	9	40050	40972	42114	45944	50865
Ajustamento						
	83066	58861	52503	47306	48195	
TOTAL PASSIVO	7	3	2	6	8	476335
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO + PASSIVO	10131	77955	77247	74919	72372	
	38	6	1	9	2	756380
Check	0	0	0	0	0	0

						Year-End December
Cálculos de Rúbricas Diversas	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E

Interest Cost

Applications	69641	45326	7167	14233	5740	55213
Interest Rate (active)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Interest Received	3482	2266	1312	535	499	1524
Funding Requirements (Negative Net Cash + Loans)	24757	21394	21394	21394	21394	
	5	4	4	4	4	173944
Interest Rate (passive)	7,9%	8,0%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Interest Paid	19657	18461	16923	16923	16923	15341
Financial Results Adjustment	-11592	-21229	-21229	-21229	-10614	-5307
Financial Result	27767	37423	36839	37617	16424	-13817

Extraordinary Items

Extraordinary Income	10297	0	0	0	0	0
Extraordinary costs	0	0	0	0	0	0
Extraordinary Items	10297	0	0	0	0	0

Revaluations direct to "Carried Results"

Calculation	0		0	0	0	0
-------------	---	--	---	---	---	---

Correction of non-operational State & Other Public

Calculation	18400	14912				
	0	6	89767	27990	0	0

Income Taxes

			-	-		
			14350	31130	-	
Earnings Before Taxes (EBT)	48750	11526	4	6	39369	148282
<u>Losses available to use for tax purposes</u>						
-From 2008	0	0	0	0	0	0
-From 2009		0	0	0	0	0
-From 2010			0	0	0	0
-From 2011				14350	14350	
				4	4	143504
-From 2012					31130	
-From 2013					6	311306
						39369
Losses available to use for tax purposes	0	0	0	14350	45481	
				4	0	494179
<u>Losses used for Tax purposes</u>						
-From 2008	0	0	0	0	0	0
-From 2009	0	0	0	0	0	0
-From 2010	0	0	0	0	0	0
-From 2011	0	0	0	0	0	143504
-From 2012	0	0	0	0	0	4778
-From 2013	0	0	0	0	0	0
Losses used for tax purposes	0	0	0	0	0	148282
			-	-		
			14350	31130	-	
Collectable Income	48750	11526	4	6	39369	0
Tax rate (IRC)	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%
<u>Autonomous Tax</u>						
As % of total margin	-11643	0	0	0	0	0
	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%
Income Tax	-1276	-3054	0	0	0	0

	-					
	26,5					
EffectiveTaxRate	-2,6%	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

							Year- EndDecemb er	
FundingandOtherAssumptio ns	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E		

	5693	5693	5693	5693	5693		
ShareCapital	99	99	99	99	99	569399	

+Increase
-Reduction

	0	0	0	0	0	0	0
--	---	---	---	---	---	---	---

IssuingPremium

+Increase
-Reduction

	4383	4383	4383	4383	4383	4383	
--	------	------	------	------	------	------	--

Reserves

+Increase

-Reduction

	0,0	0,0	0,0				
Ratio	%	%	%	0,0%	0,0%	0,0%	

	6330	6330	8330	1173	1178		
SupplementaryCapital	00	00	00	000	000	1068000	

+Increase
-Reduction

	6330		2000	3400			
	00		00	00	5000		
						110000	

check:revolvingdebt	0	0	0	0	0	0	0
---------------------	---	---	---	---	---	---	---

Dividendos

AnnualAmount		0	0	0	0	0	
---------------------	--	---	---	---	---	---	--

		0,0	0,0				
Pay-outratio	0%	%	%	0,0%	0,0%	0,0%	

	2965	1237	1237	1237	1237		
LoanstoShareholders	13	68	68	68	68	123768	

+Increase

-Reduction

	6013						
LoansfromShareholders	1	0	0	0	0	0	0

+Increase	6013
-Reduction	1

Dívidas Instituições de Crédito 2001 1664 1664 1664 1664
20 89 89 89 89 126489

+Increase	3363	
-Reduction	1	40000

Investimentos Financeiros 5000 5000 5000 5000 5000

+Increase		
-Reduction		

Outros Devedores 1765 1658 1613 1686 1721
7 6 4 1 1 17418

+Increase		727	350	207
-Reduction	1071	452		

Títulos Negociáveis 0 0 0 0 0 0 0

+Increase				
-Reduction				

Fornecedores de Imobilizado 4745 4745 4745 4745 4745
5 5 5 5 47455

+Increase				
-Reduction				

						Year-End December	
Cash Flow Statement (in €)	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	

Cash inflows

		-	-	-	
		1435	3113	3936	
Net Results	8472	04	06	9	148282
	4697	3612	3417	3223	
Depreciation	5	4	9	4	30289
	1727				
Loan to shareholders Decrease	45	0	0	0	0

LoanfromshareholdersIncrease	0	0	0	0	0
ShareCapitalIncrease	0	0	0	0	0
EmissionPrizesIncrease	0	0	0	0	0
SupplementaryCapitalIncrease	0	2000	3400	5000	0
MediumTermLoanIncrease	0	0	0	0	0
WorkingCapitalDivestment	0	0	5970	3	20902
DivestmentofFinancialInvestments	0	0	0	0	0
ReductionofFixedAssetsSuppliers	0	0	0	0	0
Valuationincrease(directtocarriedinterest)	0	0	0	0	0
TotalCashinflows	2281	9262	6884	1949	199473

Cashoutflows

WorkingCapitalInvestment	1238	70	1421	0	0	0
Capex	0	0	0	0	0	0
SupplementaryCapitalDecrease	0	0	0	0	110000	0
LoantoshareholdersIncrease	0	0	0	0	0	0
LoanfromshareholdersDecrease	6013	1	0	0	0	0
MediumTermLoanDecrease	3363	1	0	0	0	40000
OtherassetsIncrease	0	0	0	0	0	0
RevolvingReimbursment	0	0	0	0	0	0
FinancialInvestment	0	0	0	0	0	0
BondsIncrease	0	0	0	0	0	0
FixedAssetsSuppliersIncrease	0	0	0	0	0	0
ReductionofExtraordinaryState&PublicEntities	3487	4	5935	6177	2799	0
Dividendspayment	0	0	0	0	0	0
TotalCashOutflows	2525	06	1307	6177	2799	150000

	-	-				
Cashinflows-Cashoutflows	2431	3815	7065	8493	49473	
CashSurplusReimbursment	6464	4032	1	6	2167	9233
RevolvingDebtIncrease	0	0	0	0	0	0

CashSurplus	6464 1	4032 6	2167	9233	740	50213
-------------	-----------	-----------	------	------	-----	-------

Check	0	0	0	0	0
--------------	----------	----------	----------	----------	----------

							Year- EndDecemb er	
Resumo(parágrafo)	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E		
Cashinflows		2281 92	9262 0	6884 3	1949 7	199473	0	
Cashoutflows(ex-dividends)		- 2525 06	- 1307 80	- 6177 7	- 2799 0	-150000		
Cashbalance		2431 5	3815 9	- 7065	- 8493	49473	0	
Dividends		0	0	0	0	0		

							Year- EndDecemb er	
NetCashPosition	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E		

Cash	6464 1	4032 6	2167	9233	740	50213
Applications	5000	5000	5000	5000	5000	5000
Loans	2001	1664	1664	1664	1664	
	20	89	89	89	89	126489

	-	-	-	-	-	
NetCashPositionYearEnd	1304 79	1211 63	1593 22	1522 56	1607 49	-71276

							Year- EndDecemb er
DCFCalculation(in€)	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2014E	Perpet.

FreeCashFlows

EBIT	6622 0	4894 9	- 1066 64	- 2736 90	- 2294 6	162099
Depreciation	2344 8	4697 5	3612 4	3417 9	3223 4	30289

	-	-				
	1979	1238	-		2163	
WorkingCapitalInvestment	6	70	1421	5970	3	20902
	-		-			
	2385		7000			
Capex	60	0	0	0	0	0
<hr/>						
	-	-	-	-		
	1686	2794	1419	2335	3092	
FreeAnnualCashFlow	88	6	61	41	1	213290
<hr/>						
	0,76	0,87		1,12	1,27	
DiscountFactor	1	2	1	8	1	1,433
<hr/>						
		-	-	-		
		3203	1419	2071	2432	
Presentvalueofannualcashflows	0	1	61	24	1	148791
<hr/>						
ShareholdersValue						-175973

APÊNDICEB – Guião de Entrevista



Guião de Entrevista

Mestrado: Gestão

AnoLectivo: 2011/2012

Nome: Nuno Filipe Henriques Carlos Cordeiro Bento
Nº. 21200119

A imprecisão e incerteza no processo de avaliação de Empresas
Orientador: Profª .Doutora Sacramento Costa

Introdução

No âmbito do projeto de tese do mestrado de Gestão do Instituto Superior de Gestão, cujo título "**A imprecisão e incerteza no processo de avaliação de Empresas – Estudo de caso Real**" pretendo investigar como partindo de um caso real, o mesmo grupo empresarial é avaliado por duas consultoras, das chamadas 4 grandes, tendo por base os mesmos documentos contabilísticos, o mesmo cenário económico, e com base no método de avaliação de *Discounted CashFlow* (DCF), chegam a resultados completamente diferentes.

Objetivo

O trabalho propõem investigar a causa desta discrepância, bem como demonstrar se existem critérios de influência que consigam alterar a razoabilidade dos resultados.

O objetivo da entrevista é perante uma população considerada especialista na matéria de avaliações, investigar se existem causas que possam influenciar os resultados.

Entrevistados

De modo a não sentir qualquer espécie de constrangimento por parte do entrevistado é garantido o anonimato e confidencialidade quer da pessoa como da empresa que representa.

Entrevista

Dados pessoais dos entrevistados:

Idade:

Qualificações Académicas:

Número de anos de experiência profissional em avaliação de empresas:

Perguntas:

1- Considera possível perante os mesmos dados contabilísticos de uma empresa existirem avaliações com resultados finais completamente diferentes, utilizando os avaliadores o mesmo método de avaliação?

2- Em caso afirmativo qual o intervalo que considera credível esta diferença?

3- Perante duas avaliações com resultados finais três vezes superiores, acha que existiu algum erro técnico? Se sim qual o mais comum?

4– Considera que a causa da avaliação pode ter algum impacto nos resultados? Nomeadamente se avaliação for de teor Corporativo, Bens de Investimento ou situação de Litígio.

5– Até que ponto o Ambiente/Sentimento pode influenciar a avaliação.

6– Quais os fatores que considera mais influenciáveis:

6.1- Opiniões sobre a empresa

6.2- Notícias da empresa

6.3- Clima da empresa

6.4- Comunicação da empresa

6.5- Instalações

6.6- Interlocutores

6.7- Outros, discrimine.

7– Considera ser possível manifestar o Sentimento nas seguintes formas:

7.1- Inputs que usamos na avaliação, no processo encontramos constantemente bifurcações pelo caminho, momento em que temos de levantar hipóteses para seguir caminho, estas hipóteses podem ser otimistas ou pessimistas.

7.2- Calibragem pós-avaliação, em que os analistas revisam as hipóteses após avaliação, na tentativa de chegar a um valor mais próximo do que aquele que esperavam inicialmente.

7.3- Deixar o valor como está mas atribuir a diferença entre valor que estimamos e aquele que achamos correto a um fator qualitativo, como sinergia ou questões estratégicas

7.4–Outros, discrimine.

8– Perante as Incertezas, se considera o processo de avaliação modelável?

9- No seu entender quais são as Principais causas de incerteza?

9.1- Incerteza na estimativa das demonstrações financeiras perspetivas. – (Estamos sempre em falar na transformação de fontes de informação para modelos pré-definidos para contextos globais).

9.2- Incerteza específica da empresa (O caminho que vislumbramos para a empresa pode provar –se irrecuperavelmente errado, o desempenho da empresa pode ser muito melhor ou pior do que esperamos).

9.3- Incerteza macroeconómica (mesmo que a empresa evolua como prevíamos o ambiente macroeconómico pode mudar de forma imprevisível).

10– Pensa que o *disclamer* utilizado em todas as avaliações pelas consultoras nos termos contratuais, que falam sempre em cenários de expetativas futuras e da desresponsabilização em termos de decisões futuras que o cliente possa efetuar com a informação, permitem uma certa permeabilidade nos resultados?

11– Considera que os atuais métodos de avaliação continuam a ser válidos no clima económico atual?

Muito Obrigado

APÊNDICE C – Correio eletrónico de Solicitação de Entrevista

